

# **Technická univerzita v Liberci**

Ekonomická fakulta

Studijní program: N6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

## **Hodnotové řízení ve Škoda Auto a.s.**

## **Evaluation proceedings in Škoda Auto a.s.**

DP – EF – KPE – 2010 - 39

Daniela Chudobová

Vedoucí práce: prof. Ing. Ivan Jáč, CSc. – Katedra podnikové ekonomiky

Konzultant: Bc. Dana Němečková, MBA, Controlling, Škoda Auto, a.s.  
Ing. Zdeněk Halíř, Controlling, Škoda Auto, a.s.

Počet stran: 101

Počet příloh: 3

Datum odevzdání: 05.05.2010

## **Zadání diplomové práce**

## **Prohlášení**

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne: 5. 5. 2010

Podpis:

## **Poděkování**

Na tomto místě by velmi ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce panu profesorovi Ing. Ivanu Jáčovi, CSc. z katedry podnikové ekonomiky za odbornou pomoc při konzultacích k vypracování této diplomové práce.

Dále bych velice ráda poděkovala paní Daně Němečkové a panu Zdeňku Halířovi z oddělení Controllingu ve firmě Škoda Auto a.s. za jejich vstřícnost při poskytování informací, které byly použity v této diplomové práci.

## **Anotace**

Tématem této diplomové práce je hodnotové řízení ve společnosti Škoda Auto a.s., které je ve firmě počítáno přes ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA – economic value added). Práce se skládá ze dvou částí – teoretické a praktické.

V teoretické části je vysvětlen pojem ekonomické přidané hodnoty od svého vzniku přes vývoj až po současnou podobu a formu výpočtu se všemi důležitými kroky pro získání správného výsledku ocenění firmy. Nejsou zde opomenuty ani další finanční ukazatele, které přispívají k výpočtu metody EVA. Dále je v teoretické části uveden způsob transformace dat z účetnictví, které jsou důležité pro výpočet ekonomické přidané hodnoty.

Praktická část obsahuje metodiku výpočtu a výpočet samotného projektu, který je zaměřený na firmu Škoda Auto a.s. Na začátku praktické části je seznámení s firmou od její historie po současnost. V další části je popsáno využití ekonomické přidané hodnoty ve firmě, a jaké další ukazatele jsou při výpočtu EVA nutné. Práce také obsahuje vypočítaný projekt neboli hodnoty za roky 2004 – 2009 (zdrojem uvedených dat jsou výroční zprávy společnosti), kde je zřetelný vývoj tohoto ukazatele v návaznosti na celosvětovou finanční situaci. Závěr mé diplomové práce je věnován shrnutí zjištěných výsledků a vyhodnocení finanční situace.

## **Klíčová slova**

Ekonomická přidaná hodnota

Kapitálové náklady

Rentabilita vloženého kapitálu

Škoda Auto a.s.

Zisk

Hodnota podniku

Přidaná tržní hodnota

Rentabilita vlastního kapitálu

Výkonnost podniku

Zisk z operativní činnosti

## **Annotation**

The topic of this thesis is value proceedings in the company Skoda Auto Inc. where these are commonly calculated by the index of EVA. The work consists of two parts – of a theoretical and a practical one.

The theoretical part explains the term of economic added value from its formation across the development to its current shape and the form of calculation with all the important steps for gaining the correct result for evaluation of the firm. It does not leave out of consideration the other financial indicators which contribute to the calculation of the method EVA. Furthermore the theoretical part deals with the way of transformation of data from accounting, which is important for the economic added value calculation.

The practical part contains methodology of calculation and the calculation of the project itself, which is focused on the company Skoda Auto Inc. At the beginning of the practical part there is a familiarization with the firm from its history to the present. The following part describes the usage of economic added value in the firm and the other indicators needed for the calculation of EVA. The work also contains the calculated project or the values for the years 2004 – 2009 (the source of the introduced data are the annual reports of the company), where there is a distinct development of this indicator in connection with the worldwide financial situation. The résumé of my thesis is devoted to the conclusion of the discovered results and to the evaluation of the financial situation.

## **Key words**

Economic value added

Weighted average cost of capital

Return on investment

Skoda Auto Inc.

Profit

Company evaluation

Market value added

Return on equity

Company effectivity

Net operating profit after tax

# OBSAH

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ .....	9
SEZNAM TABULEK .....	11
SEZNAM OBRÁZKŮ .....	12
1. Úvod.....	13
2. Podnik.....	16
2.1. Podnik obecně.....	16
2.1.1. Rozčlenění podniků .....	16
2.1.2. Organizace podniku .....	18
2.1.3. Výsledek činnosti podniku .....	19
2.2. Podnik a jeho ukazatele finanční výkonnosti.....	20
2.2.1. Tržní míry podnikové výkonnosti.....	21
2.2.2. Účetní míry podnikové výkonnosti .....	22
2.2.2.1. Zisk.....	23
2.2.2.2. Ukazatelé rentability.....	24
2.2.2.3. Ukazatelé aktivity .....	31
2.2.2.4. Ukazatelé zadluženosti.....	33
3. Význam ekonomické přidané hodnoty v operativním řízení firmy.....	35
3.1. Úvod do pojmu ekonomické přidané hodnoty.....	35
3.2. Ekonomický zisk a vymezení operativní činnosti.....	38
3.3. Varianty provozních nadzisků .....	40
3.3.1. Ekonomická přidaná hodnota .....	40
3.3.2. Peněžní přidaná hodnota (CVA – Cash Value Added) .....	42
4. Metodika výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty .....	44
4.1. Transformace účetních dat na ekonomický model v rámci konceptu EVA .....	44
4.1.1. Konverze dat.....	46
Konverze na operativní aktiva.....	46
Konverze financování.....	47
Konverze daňová .....	47
4.2. Propočet základních položek EVA .....	47
4.2.1. Propočet operativních aktiv (NOA).....	47
4.2.1.1. Vyloučení neoperativních aktiv .....	48
4.2.1.2. Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví.....	51
4.2.1.3. Krátkodobé, explicitně neúročené závazky .....	61
4.2.2. Určení velikosti operativního hospodářského výsledku – NOPAT .....	62
4.2.3. Určování nákladů kapitálu .....	66
4.2.3.1. Určení vah jednotlivých složek .....	67
4.2.3.2. Náklady na cizí kapitál .....	68
4.2.3.3. Náklady na vlastní kapitál.....	69
5. Představení společnosti Škoda Auto a.s. ....	74
5.1. Historie firmy Škoda Auto a.s.....	75
5.2. Struktura společnosti .....	79

<b>6. Implementace ukazatele ekonomické přidané hodnoty ve firmě Škoda Auto a.s</b>	<b>80</b>
6.1. Milníky ve vývoji ekonomické přidané hodnoty ve společnosti Škoda Auto a.s.....	80
6.2. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty ve Škoda Auto a.s.....	82
<b>7. EVA ve výpočtu projektu .....</b>	<b>89</b>
<b>8. Závěr.....</b>	<b>100</b>
<b>SEZNAM CITOVANÉ LITERATURY .....</b>	<b>101</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>101</b>
<b>INTERNETOVÉ ODKAZY .....</b>	<b>102</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>103</b>



## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

a.s.	akciová společnost
AG	akciová společnost (Aktiengesellschaft)
apod.	a podobně
atd.	a tak dále
BCF	brutto cash flow
BIB	brutto investiční báze
C	hodnota celkového investovaného kapitálu
CAMP	model kapitálových aktiv (capital asset pricing model)
CFROI	cash return on gross
CVA	peněžní přidaná hodnota (cash value added)
č.	číslo
ČR	Česká republika
D	cizí, explicitně úročený
DCF	diskontovaný peněžní tok (discounted cash flow)
E	vlastní kapitál
E (R <sub>m</sub> )	očekávaná výnosnost kapitálového trhu
E (R <sub>m</sub> ) - r <sub>f</sub>	riziková prémie kapitálového trhu
EAT	čistý zisk po zdanění (earnings after tax)
EBIT	zisk před zdaněním a úroky (earnings before interest and tax)
EBT	zisk před zdaněním (earnings before tax)
EVA	ekonomická přidaná hodnota (economic value added)
FIFO	first in first out
FN	fixní náklady
GmbH	společnost s ručením omezeným (Gesellschaft mit beschaenkte Haftung)
HDP	hrubý domácí produkt
HP	hodnota podniku
H <sub>PL</sub>	hodnota předmětu leasingu
HV	hospodářský výsledek
IAS	mezinárodní účetní standardy
Inf <sub>t</sub>	velikost inflace pro jednotlivé roky, o kterou je očišťován předpokládaný peněžní tok BCF

$i_t$	úroková míra obsažená v leasingových splátkách
$k$	míra kapitalizace
LBO	zadlužený odkup akcií (leverage buy)
LIFO	last in first out
$LP_t$	výše leasingových splátek
mld.	miliarda
MV	tržní hodnota (market value)
MVA	přidaná tržní hodnota (market value added)
$n$	doba životnosti stálých aktiv
$NA_n$	hodnota neodepisovaných aktiv na konci roku $n$
např.	například
NOA	čistá operativní aktiva (net operating assets)
NOPAT	zisk z operativní činnosti (net operating profit after tax)
NPV	čistá současná hodnota (net present value)
PÚ	příspěvek na úhradu
$r$	rentabilita kapitálu (internal rate of return)
$r_D$	náklad na cizí kapitál
$r_e$	náklad na vlastní kapitál
$r_f$	výnosnost quasi bezrizikových aktiv
ROA	rentabilita aktiv (return on assets)
ROCE	rentabilita investovaného kapitálu (return on capital employd)
ROE	rentabilita vlastního jmění (return on equity)
ROI	rentabilita vloženého kapitálu (return on investment)
ROS	rentabilita tržeb (return on sales)
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
$SU_t$	implicitní splátky úvěru odpovídajícího leasingu
$T$	daňová sazba z příjmů právnických osob
$t$	jednotlivé roky budoucího období $n$
TC	celkový kapitál (total capital)
tj.	to je/jsou; to jest
$U$	absolutní úroveň úroku
US GAAP	americké účetní standardy
WACC	průměrné vážené náklady (weighted average cost of capital)
$\Sigma$	suma

## **SEZNAM TABULEK**

Tabulka č. 1	Položky finančního majetku
Tabulka č. 2	Součást finančních investic
Tabulka č. 3	Investovaný kapitál
Tabulka č. 4	Výpočet ekonomické přidané hodnoty

## SEZNAM OBRÁZKŮ

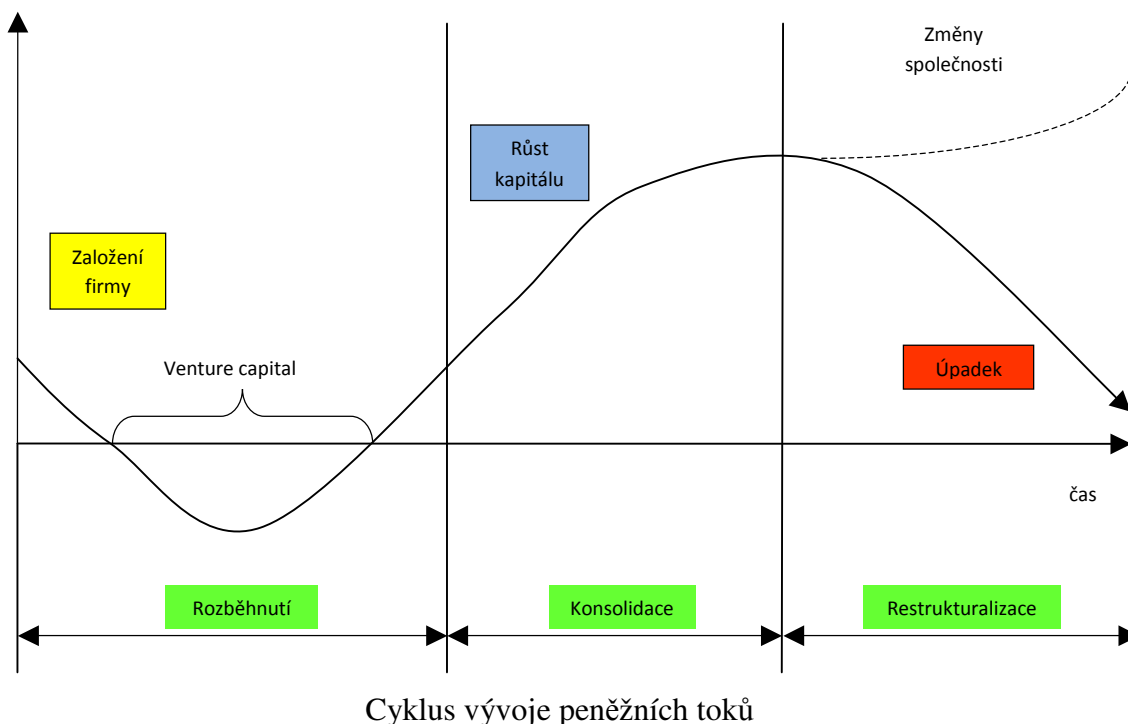
Obrázek č. 1	Cyklus vývoje peněžních toků
Obrázek č. 2	Schéma přidané tržní hodnoty
Obrázek č. 3	Spojení mezi vybranými ukazateli finanční výkonnosti a tržní přidanou hodnotou
Obrázek č. 4	Schéma rozkladu ukazatele rentability aktiv
Obrázek č. 5	Přechod z obrátové rentability ke kapitálové rentabilitě
Obrázek č. 6	Rentabilita vlastního kapitálu
Obrázek č. 7	Nejjednodušší pojetí výpočtu ekonomické přidané hodnoty
Obrázek č. 8	Další pojetí stanovení ekonomické přidané hodnoty
Obrázek č. 9	Stanovení ekonomické přidané hodnoty přes operativní aktiva – detail
Obrázek č. 10	Investovaný kapitál pro stanovení ekonomické přidané hodnoty
Obrázek č. 11	Náklady na kapitál
Obrázek č. 12	Struktura hybné páky
Obrázek č. 13	Strom ekonomické přidané hodnoty
Obrázek č. 14	Hodnotové páky
Obrázek č. 15	Vývoj podnikových aktiv v letech 2004 – 2009
Obrázek č. 16	Vývoj neúročeného cizího kapitálu v letech 2004 – 2009
Obrázek č. 17	Vývoj investovaného kapitálu v letech 2004 – 2009
Obrázek č. 18	Vývoj ekonomické přidané hodnoty v letech 2004 -2009

## 1. Úvod

Finanční řízení a rozhodování je součástí všech aktivit podniku. Plní nezastupitelnou roli v rámci celého řízení a rozhodování podniku. Základem jsou strategické a dlouhodobé cíle. Pro oblast financí je charakteristické, že svoji roli plní pomocí finančních prostředků a kategorií. Různé aktivity a činnosti lze převést na společného jmenovatele a díky tomu pak ohodnocovat a porovnávat různé podnikové činnosti. Dále pak lze prostřednictvím financí řídit a rozhodovat o směrech vývoje a rozdělení finančních zdrojů v daném podniku.

Finanční řízení a rozhodování má dynamické aspekty, to znamená, že je nutné řídit a usměrňovat strategické, taktické i operativní složky a variabilitu v čase. Konkrétní aplikované postupy finančního řízení, cíle, používané nástroje a struktura finančních zdrojů jsou závislé na fázích vývoje firmy. Každá fáze vývoje podniku má specifické rysy, které se projevují v různé struktuře peněžních toků a potřebě kapitálu. Obrázek číslo jedna znázorňuje cyklus vývoje peněžních toků, včetně tvorby a užití kapitálu.

Obr. č. 1



Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*, Praha: Ekopres, 2006. 12 s. ISBN 80-86119-58-0.

Na obrázku je viditelné, že na počátku při založení firmy (podniku, projektu, programu) jsou potřeba velké počáteční finanční prostředky ve formě rizikového kapitálu (neboli Venture Capital). V dalším kroku dochází k rozběhnutí činností, pro které lze získat zdroje emitováním akcií na kapitálovém trhu.

Ve fázi konsolidace se snaží management firmy podnik udržet co nejdelší dobu, jelikož je to fáze se stabilní hospodářskou situací, tržní pozicí podniku, růstem kapitálu atd.

Po ukončení konsolidace a vyčerpání potenciálu daného projektu firmy nastává fáze změny. V této fázi přicházejí v úvahu dvě možnosti, buď vést firmu k úpadku, nemá-li firma vhodný nový program, anebo provést základní restrukturalizaci a změny spočívající v nastartování nového programu, který začíná opět fází rozběhnutí. V této fázi je možné uplatnit zadlužený odkup akcií (LBO – Leverage Buy Out).

**Při každé fázi vývoje jsou uskutečňovány různé cíle, které si firma stanovila. Za základní a hlavně dlouhodobý cíl firmy lze jednoznačně označit růst hodnoty firmy a zvyšování finanční výkonnosti firmy.**

Tématem této diplomové práce je Hodnotové řízení ve Škoda Auto a.s. a především ukazatel ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added – EVA). Cílem mé diplomové práce je přiblížit ekonomickou přidanou hodnotu a zhodnotit výkonnost společnosti Škoda Auto a.s. v letech 2004 – 2009. Výsledky dosažené v již zmíněných letech porovnávám a hledám důvody, proč v kterých letech došlo k danému zlepšení či zhoršení výsledku a na závěr je navrhuji řešení, aby společnost Škoda Auto a.s. dosahovala stabilně co nejlepších výsledků.

Práce se skládá z osmi kapitol. První kapitolou je úvod, kde seznamuji s danou problematikou.

Další kapitola se zabývá podnikem z obecného hlediska, kde nechybí rozčlenění podniků, organizace podniku atd. a dále se ještě v této kapitole zabývám podnikem a jeho finančními ukazateli výnosnosti.

Ve třetí kapitole je popsán význam ekonomické přidané hodnoty v operativním řízení firmy. Celá kapitola začíná „úvodem“ do ekonomické přidané hodnoty, neboli vznikem a vývojem EVA a její důležitostí při oceňování podniku. Dále jsou v této kapitole vymezeny pojmy ekonomický zisk a operativní činnost. Do další části této kapitoly jsem zařadila varianty provozních nadzisků.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty. První důležitým krokem je zde převedení dat z účetnictví a dále pak již dochází k propočtu základních položek a určení jejich velikosti.

V další kapitole, páté, je představena společnost Škoda Auto a.s., první podkapitola se zabývá historií firmy (až po současnost), dále pak následuje struktura, kde dochází občas k nepatrným změnám (přeskupení oddělení, či přesuny v rámci lepšího a efektivnějšího rozdělení práce).

Šestá kapitola je zaměřena na ekonomickou přidanou hodnotu v praxi, neboli na užití tohoto ukazatele ve firmě. Zde je vysvětleno, jak je tento ukazatel využíván ve Škoda Auto a.s. a je zde viditelný rozdíl mezi teorií a praxí. Firma má tento ukazatel upraven dle koncernové metodiky pro potřeby controllingu. Je zde též znázorněno, že do výsledku ekonomické přidané hodnoty nezasahuje pouze oblast ekonomická, nýbrž se na výsledku za daný rok podílí všechna oddělení firmy.

V sedmé kapitole je již proveden samotný výpočet ukazatele EVA v letech 2004-2009. Je zde viditelné, že vývoj tohoto ukazatele probíhá v tzv. sinusoidách, které jsou charakteristické pro vývoj hospodářského cyklu a prostřednictvím něho se promítá do jednotlivých firem.

V poslední kapitole, tedy závěru, hodnotím zjištěné výsledky a snažím se nalézt optimální řešení pro dosažení lepších budoucích výsledků. I když firma Škoda Auto a.s. patří mezi výkonnější firmy v koncernu Volkswagen, i zde je stále co zlepšovat.

## 2. Podnik

### 2.1. Podnik obecně

*„Podnik je v obchodním zákoníku definován jako soubor hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží: věci, práva a jiné majetkové hodnoty náležející podnikateli, které slouží nebo mají sloužit k provozu podniku“.<sup>1</sup>*

Podnik je možné definovat jako subjekt trhu, který využívá základní činitele výroby (jako je práce, půda, kapitál) k soustavné hospodářské činnosti zaměřené na dosažení cílů podniku (většinou dosažení zisku). Výsledkem činnosti podniku jsou výkony, kterými mohou být výrobky a služby. Dále jsou tyto výkony předávány prostřednictvím tržního mechanismu domácnostem, které za ně platí.

#### 2.1.1. Rozčlenění podniků

Podniky je možné dělit z několika pohledů: podle sektorů, podle velikosti, podle typu výroby a podle způsobu zaměření – jedná-li se o výrobní či nevýrobní podnik.

a) *„Členění podle sektorů a odvětví – tradičním členěním je do tří hlavních sektorů.*

- *primární sektor – podniky prvovýroby, které získávají statky přímo z přírody (zemědělství, lesnictví, těžební průmysl atd.),*
- *sekundární sektor – podniky druhovýroby, které zpracovávají statky získané prvovýrobou na výrobní prostředky nebo spotřební předměty (strojírenství, textilní průmysl, potravinářský průmysl, ...),*
- *terciální sektor – podniky „nevýrobní“, jsou to většinou podniky služeb (banky, obchod, doprava, ...).*

---

<sup>1</sup> SYNEK, M., a kol. *Podniková ekonomika*. 4. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. 2006. 14s. ISBN 80-7179-892-4.



b) **Členění podle velikosti** – podle velikosti můžeme členit podniky do velikostních tříd. Kritériem pro třídění může být počet zaměstnanců, velikost obrátu, velikost kapitálu nebo zisku. Nejužívanějším kritériem je počet zaměstnanců. V Evropské unii se používá toto členění:

- mikropodniky 1 - 9 zaměstnanců,
- malé podniky 10 – 99 zaměstnanců,
- střední podniky 100 – 499 zaměstnanců,
- velké podniky – více jak 500 zaměstnanců.

c) **Členění na výrobní a nevýrobní podniky** – toto členění je podle činnosti podniku. Do výrobních podniků můžeme zařadit podniky průmyslové, zemědělské, lesnické, stavební, atd. Do nevýrobních podniků lze zařadit veškeré služby – banky, obchody, doprava, aj.<sup>2</sup>

Dále se budu podrobněji zabývat výrobními podniky, které jsou charakterizovány hmotnými výrobky.

Výrobní podniky je možné rozdělit podle stupně zpracování vyráběných statků na:

- podniky prvovýroby (zemědělské, těžební, lesnické) – tyto podniky většinou získávají suroviny přímo z přírody,
- podniky druhovýroby (podniky zpracovatelské) – získávají suroviny, které vznikly prvovýrobou na další statky (jedná se o železnou rudu, která je změněná na ocel, obilí na mouku a ta pak na chléb, další surovinou je například dřevo, které mění na nábytek)

Dále je možné tradičně výrobní podniky rozdělit na podniky s výrobou (podle typu výroby):

- kusovou, pro kterou je charakteristické malé množství stejných výrobků (např. zakázková oděvní výroba, atomové reaktory, atd.),
- sériovou, kde se výroba stejného druhu výrobku opakuje po tzv. sériích (jedná se např. o obráběcí stroje, automobily, atd.),
- hromadnou, kde se produkuje velké množství malého počtu druhů výrobků (např. žárovky, ocel, benzín, atd.).

---

<sup>2</sup> SYNEK, M., AJ. *Podniková ekonomika*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2000. 14 s. ISBN 80-7179-388-4.

### 2.1.2.

### Organizace podniku

Cílem každého podnikatele je zvyšovat hodnotu svého podniku. Jestliže vlastník nechce nebo nemůže řídit podnik sám (např. z důvodu velikosti firmy), je nutné oddělit řízení od vlastnictví. Špičkovou výkonnost podniku zajišťuje maximální využití a rozvoj podnikového potenciálu. Dále je též velmi důležité vytvoření efektivního prostředí pro spolupráci všech zaměstnanců. Vytvoření prostředí pro efektivní spolupráci je smyslem organizační činnosti, při níž vzniká organizační struktura podniku.

Pojem „organizace“ je interpretován různě. Nejčastěji je možné se setkat s vysvětlením pojmu ve smyslu:

- organizační struktury,
- procesu organizování,
- podniku, resp. instituce.

Pojmem „organizační struktura“ obvykle rozumíme účelovou formální strukturu organizačních jednotek v organizovaném podniku. To znamená, že zde společně pracují lidé, kteří musí plnit určité úkoly, tyto úkoly jsou účelově projektovány tak, aby požadované činnosti byly vykonány, a aby všechny tyto činnosti byly vzájemně provázány tak, aby lidé, kteří pracují ve skupinách, mohli pracovat plynule, efektivně a výkonně.

Organizační struktura je výsledkem organizování. Důvodem organizování činností je dělba práce a omezenost rozpětí řízení. V řízení musí dojít k dělbě práce z důvodu rozsahu, různorodosti a efektivnosti vykonávání manažerské činnosti. Dělba práce je proces, při kterém je celková práce rozdělována do činností tak, aby byla jejich realizace co nejefektivnější. Omezenost rozpětí je pak důvodem pro vytváření složitějších organizačních struktur. Rozpětí řízení je ovlivněno spoustou faktorů. Nejvýznamnějším je charakter a četnost kontaktů manažera s podřízenými a jeho schopnosti. Volba vhodné organizační struktury je závislá na oboru podnikání, ale také na velikosti podniku či na jeho stáří.

### 2.1.3.

### Výsledek činnosti podniku

Výrobky a služby jsou výsledkem činnosti podniku. Výnosy podniku za určité období jsou peněžním oceněním realizovaných výrobků a služeb, a to bez ohledu, zda v daném období došlo k jejich inkasu či nikoliv. Hlavními výnosy výrobního podniku jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (dále jen výrobků).

Podnik, který maximalizuje své tržby, se bude snažit, aby maximalizoval množství jednotlivých druhů výrobků i jejich cen tak, aby našel takovou strukturu prodeje, která by zajistila maximální tržby. Je však důležité upozornit na skutečnost, že v podmínkách tržního hospodářství jsou ceny výsledkem funkce trhu a že je podnik, v případě, že nemá monopolní postavení, nemůže svým objemem nabízených výrobků ovlivnit.

Ve výkazu zisku a ztrát, ve výsledovce, jsou zaznamenány výnosy podniku, které byly uskutečněny za určité období (měsíc, rok). Stejně tak jako náklady jsou i výnosy sledovány ve třech skupinách – provozní výnosy, finanční výnosy a mimořádné výnosy. Hospodářský výsledek je rozdíl mezi výnosy a náklady podniku za určité období. V případě, že jsou výnosy vyšší než náklady, pak se jedná o zisk a jsou-li výnosy naopak nižší, pak tuto skutečnost nazýváme ztrátou.

Základním motivem pro podnikání a též hlavním kritériem pro rozhodování je zisk, který je hlavním zdrojem samofinancování neboli zdrojem hrazení výdajů vlastními příjmy, většinou ziskem a odpisy a též je zisk důležitou součástí mnoha poměrových ukazatelů, např. rentability.

Účetní zisk nalezneme ve výkazu zisku a ztrát. Podobně jako výnosy a náklady je zaznamenáván podle tří základních oblastí činností a proto je vykazován jako provozní zisk, zisk z finančních operací a mimořádný zisk. Provozní zisk je rozhodující ve výrobních podnicích a je dán rozdílem mezi provozními výnosy a náklady.

Ekonomický zisk, který slouží jako základ pro podnikatelská rozhodnutí, vypočteme odečtením veškerých nákladů od výnosů. **Ekonomický zisk je též základní součástí ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA).**

## 2.2.

### Podnik a jeho ukazatele finanční výkonnosti

Ukazatele finanční výkonnosti podniku lze definovat snadno a rychle díky hospodářské pozici podniku. Takovouto identifikaci je možné provádět jak v rámci interní podnikové finančně hospodářské analýzy, tak i externě ze strany externích subjektů (věřitelů, vlastníků apod.). Ze strany externích subjektů doznala tato analýza značného rozšíření z důvodu rychlé identifikace výkonnosti daného podniku.

Finanční ukazatelé představují srozumitelnou, snadno zjistitelnou, časově a místně srovnatelnou číselnou charakteristiku ekonomických jevů. Převážně jsou koncipovány jako poměr dvou veličin charakteristických pro určitou sféru podnikové činnosti. Běžně se lze setkat s těmito skupinami ukazatelů:

- ukazatelé likvidity vyjadřují schopnost podniku uhrazovat své závazky;
- ukazatelé zadluženosti vyjadřují míru zadluženosti podniku, jedná se o poměr závazků vůči celkovému kapitálu firmy;
- ukazatelé podnikové aktivity vyjadřují výkonnost podnikového majetku a jeho částí;
- ukazatelé rentability vyjadřují míru výnosu z prodeje a vloženého kapitálu;
- tržní ukazatelé – jejich tržní neúčtní veličiny, např. poměr zisku k tržní ceně akcie.

Výběr a použití ukazatelů by mělo být podřízeno dle obsahové náplně a účelu. Např. u ukazatelů cash-flow je jejich účel dán potřebou vyjádření vnitřního finančního potenciálu podniku, tedy jeho vnitřní finanční síly. Takto vymezené cash-flow je pak mírou schopnosti podniku tvořit z vlastní hospodářské činnosti finanční přebytky využitelné k financování existenčně významných potřeb, jako jsou investice, dividendy a úhrady splatných bankovních závazků.

### 2.2.1.

### Tržní míry podnikové výkonnosti

Zájmem vlastníků podniku je, aby se **zvyšovala jeho hodnota podniku**. Manažeři podniků by tedy měli usilovat o **maximalizaci hodnoty podniku**. Tento cíl je zcela legitimní a racionální, v praxi však velmi obtížně využitelný pro běžné podnikové řízení. Je totiž velmi obtížně měřitelný a kontrolovatelný. Zjištění hodnoty podniku je velmi náročné a nesnadné. V případě kótovaných podniků na burze lze sice pracovat s tržní hodnotou podniku, avšak i v těchto případech je využití hodnoty podniku jako kontrolovaného cíle a motivačního nástroje nesnadné. Velmi nelehko se hledá souvislost mezi kvalitou podnikových (manažerských) rozhodnutí a pohybem tržní ceny akcií. Jak je známo, tržní cena akcií je též ovlivňována faktory, na které nemají manažeři vliv, a to spekulativními postoji investorů.

#### Přidaná tržní hodnota (Market Value Added – MVA)

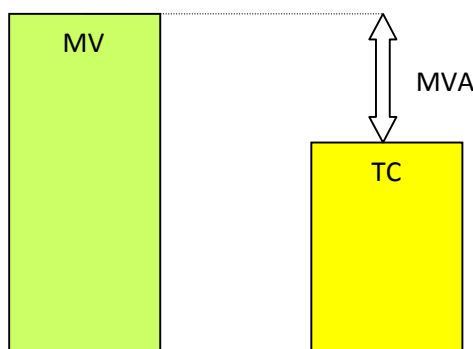
Jestliže je daný podnik kótovaný na burze, pak je možné měřit a posuzovat jeho výkonnost pomocí tržních ukazatelů výkonnosti. Musíme si ovšem být vědomi zkreslujících vlivů působících na tržní ceny akcií.

Za základní míru tržní výkonnosti podniku nelze považovat tržní hodnotu podniku, ale přidanou tržní hodnotu:

$$MVA = MV - TC \quad (1)$$

MV = tržní hodnota (market Value); TC = celkový kapitál (Total Capital).

Obr. č. 2



## Schéma přidané tržní hodnoty

*Zdroj: FREIBERG, F.: Finanční management, 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009.*

*32s. ISBN 978-80-01-04218-2.*

MV vypovídá o tržní hodnotě, ne však o tom, kolik kapitálu je nutné investovat pro dosažení této hodnoty.

MVA je tržní hodnota, která byla vytvořena pro akcionáře podniku z investovaného kapitálu. Vypovídá o tržním ocenění efektivnosti, s kterou management podniku využívá investovaný kapitál.

$$\text{Tržně účetní poměr} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní cena akcie}} \quad (2)$$

Tržně účetní poměr ukazuje míru zhodnocení „neúčetních aktiv“ podniku. Ukazatel vypovídá o tom, jak akcionáři oceňují „neúčetní aktiva“, jako jsou např. zaměstnanci, podnikové know-how, podnikový goodwill apod.

### 2.2.2.

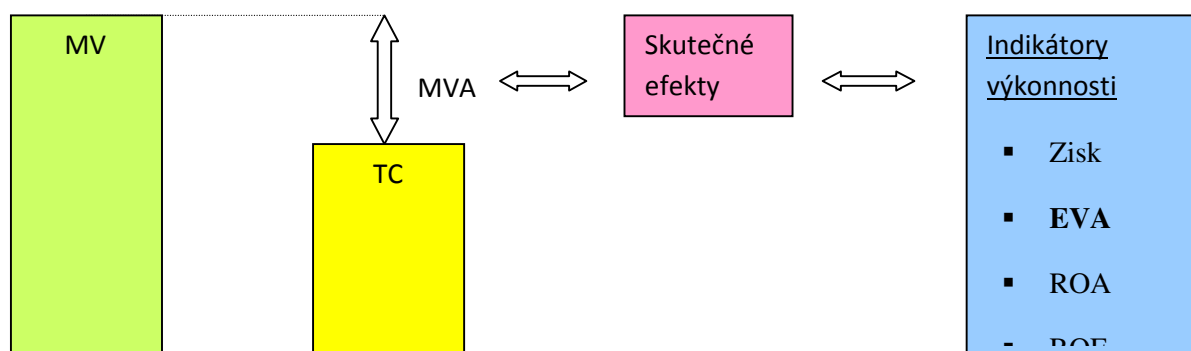
#### Účetní míry podnikové výkonnosti

Jak již bylo poznamenáno, použití tržních ukazatelů výkonnosti pro řízení výkonnosti podniku může být značně problematické. V praxi se proto využívají míry (ukazatelé) výkonnosti, které nevycházejí z dat tržních, nýbrž z vnitropodnikových – převážně účetních. Tyto míry se využívají pro řízení podnikové výkonnosti, stanovení cílů podniku a jeho útvarů, jsou měřitelné a kontrolovatelné a v neposlední řadě je lze též využít jako motivační nástroj pro zvyšování výkonnosti podniku.

Zkušené manažery spoléhají na systém kontroly a měření výkonnosti, aby určili směr, provedli strategická rozhodnutí a dosáhli zamýšlené cíle. Manažery výkonných podniků se neustále snaží o ziskový růst podniku. Aby bylo možné toho dosáhnout, kontinuálně obnovují produkty a procesy. Manažery musí zároveň sledovat, aby růst nebyl příliš rizikový, neboť ziskový podnik, který není pod odpovídající kontrolou, může zkolabovat.

Finanční výkonnost podniku je možné vyjádřit a měřit celou řadou finančních ukazatelů. Koncepce těchto ukazatelů by měla být taková, aby úsilí manažerů o co nejlepší výkonnost vedlo ke zvyšování hodnoty podniku – hodnoty tvořené pro vlastníky. Velmi úzkou závislost mezi vývojem tržní hodnoty podniku a vývojem finančního ukazatele vykazuje podle statistických zjištění **ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA – Economic Value Added)**. Ale i další ukazatele finanční výkonnosti je možné použít pro měření, kontrolu a motivaci podnikových činností s cílem dosáhnout růstu hodnoty podniku. Spojitost mezi vybranými ukazateli finanční výkonnosti a tržní přidanou hodnotou podniku znázorňuje obrázek.

Obr. č. 3



Spojení mezi vybranými ukazateli finanční výkonnosti a tržní přidanou hodnotou

Zdroj: FREIBERG, F.: *Finanční management*, 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. 33s. ISBN 978-80-01-04218-2.

### 2.2.2.1.

### Zisk

*„Zisk je jednoduchým, srozumitelným a racionálním indikátorem podnikové výkonnosti. Podnik generující větší objem zisků bude mít více peněz pro investice do budoucích příležitostí a bude mít více zdrojů na dividendy. Vyšší zisky zlevní také přístup k úvěrům a vytváří potenciál pro zvýšení ceny akcií.“*

*Mezi ziskem a hodnotou podniku existuje úzký vztah. Pokud budeme kapitalizovat zisk podniku, můžeme snadno dospět k jeho zjednodušenému ocenění. Při tomto postupu oceňování se vychází z minulé výkonnosti podniku (minulé ziskovosti). Základem je*

*myšlenka, že hodnotu podniku lze odvodit od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku (věčné renty). Hodnota podniku je pak dána vztahem“:*<sup>3</sup>

$$HP = \frac{\text{Zisk}}{k} \quad (3)$$

k = míra kapitalizace.

Pro využití metody oceňování pomocí kapitalizace zisku musí být splněny určité předpoklady - neomezené trvání podniku, znalost minulých zisků, tedy způsobu jejich transformace do trvale udržitelného zisku (nutno posoudit vlivy údržby a oprav, odpisů, tvorby opravných položek, rezerv apod.).

Hodnota podniku souvisí s dlouhodobými podnikovými zisky. Nicméně použití zisku jako ukazatele výkonnosti má své slabé stránky. Snaha o plnění ziskových cílů může vést k přijímání opatření, která zvyšují zisk krátkodobě, ale dlouhodobě poškozují ziskovost podniku (např. omezení nákladů na vývoj, marketing atd. → vedou pouze krátkodobě ke zvýšení zisku, snižují však dlouhodobý ziskový potenciál podniku). Absolutní hodnoty zisku nám navíc nic neříkají o náročnosti tvorby zisku na zdroje. Dalším neméně závažným problémem je, že se jedná o účetní zisky, které jsou relativně snadno ovlivnitelné bilančně-politickými opatřeními.

#### **2.2.2.2.**

#### **Ukazatelé rentability**

V praxi k nejsledovanějším ukazatelům patří ukazatelé rentability, jelikož informují o efektu, kterého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Nejobecnější pojetí tohoto ukazatele je:

výnos / vložený kapitál.

Ukazatel rentability celkových aktiv by měl (ROA – Return On Assets) by měl odrážet, jakého efektu bylo dosaženo z celkových aktiv. Proto by i čítecitel měl zahrnovat nějakou

---

<sup>3</sup> FREIBERG, F. *Finanční management*. 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. 33 s. ISBN 978-80-01-04218-2.



míru celkového výnosu. Jelikož aktiva zahrnují vlastní i cizí kapitál, je vhodné do čitatele zahrnout výnos pro vlastníky a věřitele, případně i pro stát – tím je tzv. EBIT (Earnings Before Interest and Tax). V případě, že bychom do čitatele dosadili čistý zisk, ukazatel bude silně ovlivněn strukturou financování podniku vzhledem k odpočtu úroků a nebude možné jej použít k vzájemnému porovnávání podniků s rozdílnou kapitálovou strukturou. Konečný efekt dosažený podnikatelskou činností poměřují ukazatelé rentability - a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní kapitál), nebo k tržbám. Tento soubor ukazatelů rentability by měl vždy obsahovat minimálně pět následujících poměrových ukazatelů, jsou to:

1. **Rentabilita vloženého kapitálu** (ROI – Return On Investment) neboli zisk/investovaný kapitál.  
Ukazatel slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu; vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů.
2. **Rentabilita vlastního jmění** (ROE – return on equity) neboli zisk/vlastní kapitál. Měří výnosnost vlastního kapitálu, tj. kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu.
3. **Rentabilita úhrnných vložených prostředků** (ROA – return on assets) neboli zisk/aktiva.  
Je to základní měřítko rentability. Používá-li se ve tvaru EBIT, pak se často hovoří o produkční síle. Jedná se o nejkomplexnější ukazatel. Měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti.
4. **Rentabilita tržeb** (ROS – return on sales) neboli zisk/tržby.
5. **Rentabilita investovaného kapitálu** (ROCE – return on capital employed) neboli EBIT/vlastní kapitál + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry

### **Jednotlivé ukazatele rentability**

**ROI** (ukazatel rentability vloženého kapitálu) = ukazatel, který patří mezi jedny ze základních ukazatelů při měření výkonnosti a efektivnosti podniku. V poslední době je využíván ve vazbě na nový ukazatel EVA, kde hraje klíčovou roli v tom smyslu, že pokud

takto měřená rentabilita je vyšší než vážené náklady na kapitál (oportunitní náklad), je možné hovořit o kladné hodnotě EVA, což je z pohledu investorů i ostatních zájemců o výsledky hospodaření výhodné, neboť tato zpráva potvrzuje, že v podniku je dodržována jedna z elementárních zásad investování, kterou je čistá současná hodnota (net present value).

Rentabilita úhrnných vložených prostředků bývá většinou považována za klíčový ukazatel rentability. Je tomu tak proto, že poměruje dosažený efekt k celkově zapojenému majetku do podnikatelské činnosti. Věcně správnější je ale poměrování efektu k aktivům (jelikož v praxi je těžké rozlišovat, jaký efekt vznikl zapojením, čistě jen vlastního nebo cizího kapitálu). V této souvislosti se často hovoří o produkční síle podniku, zejména je-li v čitateli použit ukazatel EBITu. Takto sestavený ukazatel je tím nejlepším měřítkem, jelikož v čase abstrahuje jak od změn v daních, tak i od změn v nastavení kapitálové struktury. To je zejména v podmínkách České republiky důležité. Tento ukazatel je často pro svou komplexnost používán jako jeden z vrcholových ukazatelů, které jsou dále, v rámci pyramidových soustav rozkládány.

**ROE** (rentabilita vlastního kapitálu) - hodnotí výnosnost kapitálu pro akcionáře, společníky a další investory. Tento ukazatel reprezentuje zástupce ze skupiny ukazatelů měřících efekt z investovaného kapitálu, a to pouze jednou ze skupiny investorů – akcionářů. Měří, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu akcionářem. Základní rovnicí toho výrazu je:

$$\text{ROE} = \text{čistý zisk} / \text{vlastní kapitál} \quad (4)$$

Konstrukce jmenovatele - jedná se o již zmíněný vlastní kapitál, v jehož rámci tvoří hlavní položku základní kapitál. Navíc do vlastního kapitálu vstupují i další položky (zisk, fondy apod.), které sice věcně patří do vlastního kapitálu, nicméně nejsou na jednotlivou akcii převáděny. Aby podnik byl pro investory atraktivní, musí platit následující jednoduchý vztah:

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu} > \text{alternativní bezrizikový výnos.}$$

V případě, že není tato podmínka splněna, podnik bude jen těžko hledat investory pro svou podnikatelskou činnost.

„Velikost ROE závisí na:

- *provozní efektivnosti měřené rentabilitou prodeje;*
- *efektivním využíváním aktiv měřeným obrátkou aktiv;*
- *finanční páce vyjádřené násobitelem vlastního kapitálu.*

*Zvýšení ROE lze dosáhnout zvýšením všech tří ukazatelů v rozkladu. Zatímco v případě provozní efektivnosti a využívání aktiv se snaží management podniku o dosažení co nejvyšších hodnot, v případě finanční páky by mělo být snahou dosáhnout takovou hodnotu (poměr cizího a vlastního kapitálu), která by byla z hlediska likvidity a nákladů přiměřená. Je zřejmé, že nelze zvyšovat podíl cizího kapitálu nad meze, které zvyšují neúměrně náklady kapitálu a finanční rizika“<sup>4</sup>.*

Rentabilita tržeb, resp. výnosů patří k jedněm z klíčových ukazatelů efektivnosti podniku (podrobnější popis je provedený v Du Pontově analýze). Jak již bylo napsáno, v konkrétních případech se může jednat jak o tržby, tak o výnosy. Obě kategorie se od sebe odlišují. V případě, že je mezi nimi podstatný rozdíl, pak je nutné zjistit, zda se jedná o jev náhodný nebo zda se jedná o pravidelný jev v hospodaření podniku. Podle tohoto zjištění je pak nezbytné zvolit jmenovatel zlomku.

**ROA** - ukazatel rentability aktiv znázorňuje schopnost firmy vytvářet „čistý“ efekt z investovaného kapitálu. U rentability aktiv převažuje pojetí zisku před odpočtem úroků a daní, neboli EBIT = Earnings Before Interest and Tax. Výpočet rentability aktiv je pak znázorněn v následujícím vzorci:

$$\mathbf{ROA = \frac{EBIT}{aktiva}} \quad (5)$$

Dalším možným pojetím vzorce ROA:

---

<sup>4</sup> FREIBERG, F. *Finanční management*. 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. 36 s. ISBN 978-80-01-04218-2.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{aktiva}} \quad (6)$$

V druhém vzorci je v čitateli EAT ( Earnings after tax) neboli čistý zisk po zdanění.

ROA je indikátorem čisté provozní výkonnosti podnikových aktiv, tedy investovaného kapitálu. Vyjadřuje schopnost řídit výnosy, náklady a aktiva (majetek). Hodnotu ukazatele je možné sledovat v základní rovině jako výsledek dvou faktorů: rentability prodejů a obrátky aktiv.

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}} = \text{rentabilita prodejů} \cdot \text{obrátka aktiv} = \frac{\text{EBIT}}{\text{prodeje}} \cdot \frac{\text{prodeje}}{\text{aktiva}} \quad (7)$$

Zvýšení rentability aktiv je nutné vždy spojit s úsilím o zvýšení obrátky a aktiv nebo rentability prodejů anebo s úsilím o zvýšení obou těchto ukazatelů. Je možné říci, že obrátka aktiv a rentabilita prodejů jsou základními hybnými silami hodnoty rentability aktiv.

**Minimální velikost ROA by měla být alespoň rovna nákladům kapitálu (ROA ≥ náklady kapitálu). Tato potřeba je zcela logická, neboť rentabilita aktiv, kterou lze interpretovat jako míru výnosu investovaného kapitálu, by se měla minimálně rovnat nákladům na investovaný kapitál.**

### **Pyramidový rozklad ukazatele ROA (Du Pontův model)**

V případě, že je rentabilita aktiv nejvýše postaveným finančním cílem podniku, pak rentabilita prodejů a obrátka aktiv jsou jednotlivými cíli vysvětlujícími hodnotu nejvýše postaveného ukazatele. Základní rozklad vrcholového ukazatele na dva dílčí ukazatele lze rozšířit o další roviny rozkladu. Získáme tak celou pyramidu cílů, kdy ukazatelé nižší úrovně jsou parciálními či vysvětlujícími ukazateli vyšší úrovně. Schéma rozkladu ukazatele zobrazuje následující obrázek.

Obr. č. 4

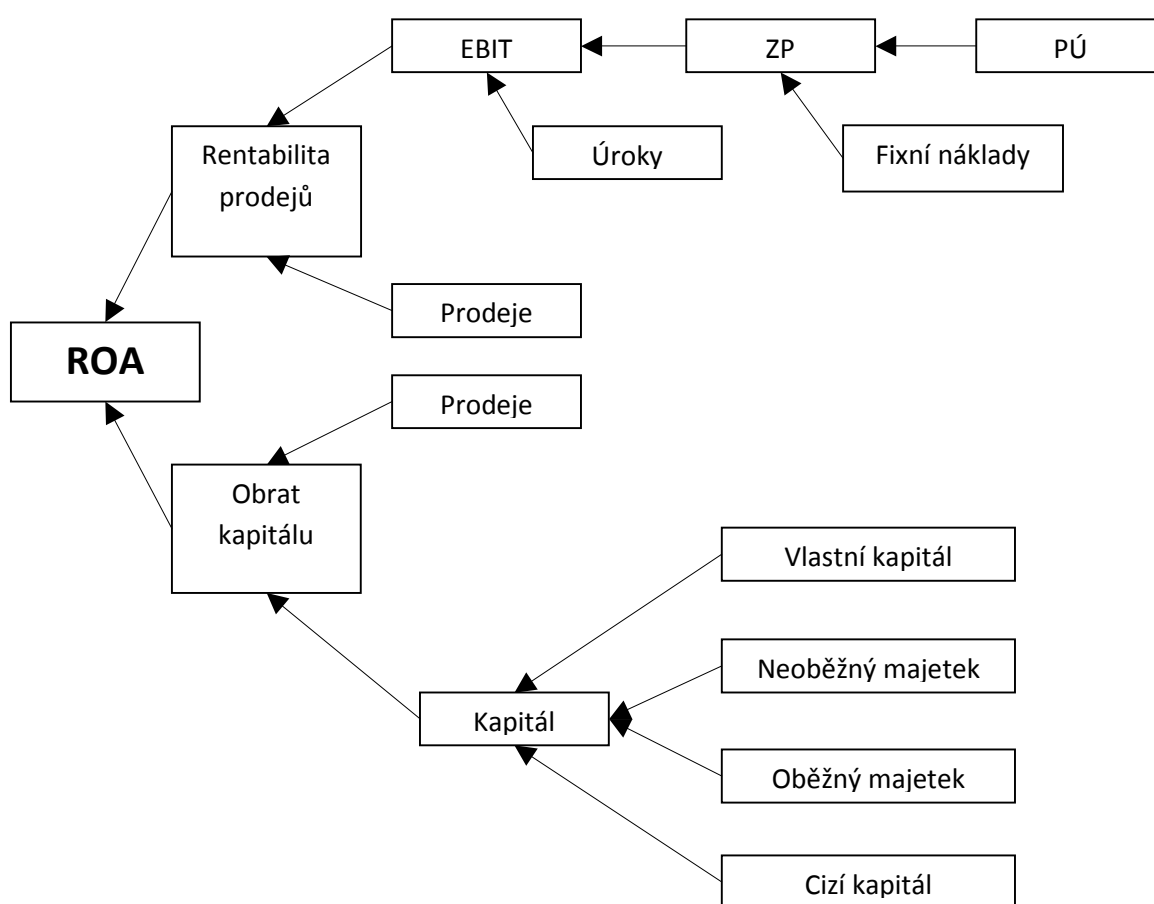


Schéma rozkladu ukazatele rentability aktiv

Zdroj: FREIBERG, F. *Finanční management*. 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. 36 s.

ISBN 978-80-01-04218-2.

V pyramidovém rozkladu je naznačeno, které z jednotlivých cílů nižší úrovně je třeba splnit pro dosažení cílů úrovně vyšší. Např. pro dosažení určité hodnoty zisku před

odpočtem daní (ZPD) je třeba splnit cílové hodnoty ukazatelů příspěvku na úhradu (PÚ) a fixních nákladů (FN). Je zřejmé, že lze i pro příspěvek na úhradu určit dílčí cíle pro tržby a variabilní náklady, které povedou k dosažení cílové hodnoty příspěvku na úhradu.

**ROS** – rentabilita tržeb tvoří základ pro efektivnost podniku. Jestliže analytik zjistí problémy u tohoto ukazatele, je možné se domnívat, že se problémy budou objevovat i ve všech dalších oblastech. V praxi se používají nejméně dvě základní varianty konstrukce lišící se v čitateli, kde je možné pro výpočet použít buď čistý zisk nebo hodnotu EBITu.

Tržby ve jmenovateli představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určitou časovou etapu. Je možné se též setkat s přístupem, kdy se ve jmenovateli používají pouze výnosy, nikoli jen tržby.

Varianta, kde je použit EBIT v čitateli, je vhodná pro srovnávání podniků s proměnlivými podmínkami (např. různé používání cizího kapitálu). V případě, že je v čitateli použit zisk po zdanění, jedná se o vyjádření tzv. ziskové marže, který se liší u jednotlivých odvětví v závislosti na charakteru produktů. Zde je důležité posuzovat ukazatel ve vztahu k obratu aktiv. Tyto dva ukazatele mají sklony se chovat opačným směrem, tedy firmy s vysokou ziskovou marží mají snahu k nižší obratovosti aktiv a opačně. Občas je příhodné místo tržeb použít výnosy, jelikož pro některé firmy přesněji vystihují podstatu jejich činnosti. Je též nutné vzít v úvahu velikost rozdílu mezi nimi a hledisko, zda je rozdíl způsoben nahodilými událostmi nebo vyplývá z běžného fungování podniku. V případě, že se nejedná o nahodilé jevy, tak je nejlepší do ukazatele dosadit tržby.

$$\text{ROS} = \frac{\text{EBIT}}{\text{tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb}} + \text{tržby z prodeje zboží} \quad (8)$$

A nebo

$$\text{ROS} = \frac{\text{EAT}}{\text{tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb}} + \text{tržby z prodeje zboží} \quad (9)$$

**ROCE** – rentabilita investovaného kapitálu se zakládá na filozofii fungování kapitálového trhu, který lze vnímat jako základní místo, kde podniky získávají dodatečné zdroje pro financování potřeb. Tento ukazatel znázorňuje efekt – kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním podnik dosáhl z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli.

Vzorec:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{vlastní kapitál} + \text{rezervy} + \text{dlouhodobé závazky} + \text{dlouhodobé bankovní úvěry}}$$

Ukazatele nemají sami o sobě žádný smysl, jestliže nejsou jejich hodnoty vyhodnocována oproti nějaké vhodné srovnávací základně. V praxi se pro vyhodnocování ukazatelů používají interní a externí porovnání. V rámci interního srovnání se porovnávají stávající skutečné hodnoty ukazatelů s jejich výsledky z minulých let nebo budoucími (cílovými) hodnotami v rámci téhož podniku. V rámci externího srovnávání se porovnávají hodnoty ukazatelů hodnoceného podniku s ukazateli srovnatelného podniku či s průměrem odvětví, respektive oboru. Toto srovnání umožňuje stanovit relativní finanční výkonnost podniku a nalézt významné odchylky od srovnávací základny.

#### 2.2.2.3.

#### Ukazatelé aktivity

- a) **Obrátka aktiv (vloženého kapitálu):**  $\text{prodeje} / \text{aktiva}$

Jedná se o nejkomplexnější ukazatel měřící efektivnost využívání celkových aktiv. Uvádí, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok. Hodnota ukazatele je ovlivňována zejména strukturou majetku a intenzitou jeho využívání.

- b) **Obrátka dlouhodobého investičního majetku:**  
**prodeje/ dlouhodobý investiční majetek**

Tento ukazatel měří efektivnost využívání budov, strojů, zařízení a jiných dlouhodobých majetkových částí a udává, kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok (důležité při rozhodování o nových investicích). Hodnota ukazatele je ovlivňována též výkonností a

intenzitou využívání majetku. Podstatný vliv na hodnotu ukazatele může mít míra opotřebení, respektive míra odepsanosti daného majetku. V případě pořízení majetku na leasing je třeba majetek zvětšit o hodnotu majetku získaného na leasing.

**c) Obrátka zásob: náklady na prodané výrobky / průměrné zásoby**

Ukazatel obrátky zásob udává, kolikrát je každá položka zásob v průběhu roku prodána a opětovně naskladněna. Nízká hodnota obrátky může značit nadměrné zásoby a zhoršení likvidity. Vysoká hodnota obrátky ukazuje nízkou hladinu zásob, což je pozitivní, ale jen v případě nejsou-li ohroženy prodeje a výroba. Vždy je nezbytné sledovat obrátku zásob ve vývoji a kontextu vnitřních a vnějších podmínek a v relaci k standardním hodnotám v daném oboru. Podrobnější pohled na likviditu zásob se získá sledováním obrátky podle jednotlivých kategorií zásob: materiálu, nedokončené výroby a dokončené výroby.

**d) Doba obratu zásob: 365 / Obrátka zásob**

Měří průměrnou dobu (počet dnů), po kterou jsou zásoby skladovány v podniku do jejich spotřeby. Podniky samozřejmě upřednostňují nižší dobu obratu zásob, neboť kapitál vázaný v zásobách nemůže být využit na jiné výnosnější účely. Při posuzování výše zásob je však třeba zvážit, např. budoucí poptávku, pravděpodobnost růstu cen v budoucnosti, škody ze zastavení výroby apod.

V případě, že je doba obratu zásob např. 60 dní, pak lze říci, že zásoby jsou na skladě v průměru 60 dní, než jsou prodány (zpracovány). Kapitál je tedy v zásobách vázán v průměru 60 dnů, než jsou zásoby realizovány prodejem.

**e) Obrátka pohledávek: Prodeje na úvěr / Pohledávky**

Ukazatel obrátky pohledávek měří, kolik dní uplyne, během nichž je inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách. Po tuto dobu musí firma čekat na inkaso plateb za své již provedené tržby za vyrobené výrobky a poskytnuté služby. Rostoucí hodnota tohoto ukazatele ukazuje na pozitivní trend v oblasti pohledávek s příznivým dopadem na likviditu.



f)

#### **Doba obratu pohledávek: 365/ Obrátka pohledávek**

Podniky sledují, jak dlouho trvá zákazníkům uhradit své závazky. Rychlost úhrady může mít podstatný vliv na cash-flow podniku. Podniky preferují nižší dobu obratu pohledávek, neboť kapitál vázaný v pohledávkách nemůže být využit na jiné výnosnější účely.

Jestliže je hodnota doby obratu pohledávek 30 dnů = máme nevyinkasovánu 30-ti denní hodnotu prodejů. Jinak řečeno, podnik má v pohledávkách vázanou v průměru 30-ti denní hodnotu svých prodejů na úvěr.

#### **2.2.2.4.**

#### **Ukazatelé zadluženosti**

Ukazatelé zadluženosti mohou být statické anebo dynamické povahy. Statické ukazatele zadluženosti je možné vyjádřit jako poměr cizího a vlastního kapitálu nebo jako podíl cizího a vlastního kapitálu v celkovém kapitálu.

a)

#### **Statické ukazatele zadluženosti: $\frac{CK}{K}$ ; $\frac{VK}{K}$ ; $\frac{CK}{VK}$**

Tyto ukazatele vyjadřují míru zadluženosti podniku k určitému časovému okamžiku. Vyšší podíl cizího kapitálu v celkovém kapitálu naznačuje vyšší finanční rizika. K celkovému posouzení tohoto rizika je nutné zohlednit i schopnost podniku platit své závazky. Tuto schopnost vystihují dynamické ukazatele zadluženosti. Nejčastěji bývá schopnost podniku uhrazovat své závazky měřena poměrem vnitřní finanční síly podniku k cizímu kapitálu (závazkům). Vnitřní finanční síla bývá v ukazateli vyjádřena ukazatelem cash-flow daným součtem zisků a odpisů.

Ukazatelé finanční struktury charakterizují míru finanční závislosti podniku na poskytovatelích cizího kapitálu. S rostoucím podílem cizího kapitálu v celkovém kapitálu roste tlak na likviditu podniku. Tento tlak bude tím větší, čím větší bude v celkovém cizím kapitálu podíl krátkodobých finančních zdrojů. Pro věřitele představuje tento vývoj rovněž zvýšené riziko ztrát kapitálu. Na druhé straně vyšším zadlužením mohou vlastníci podniku ovládat podnik při nižších vkladech a mohou dosahovat za určitých podmínek vyšší rentability vlastního kapitálu. Velikost ukazatelů zadluženosti je možné jen obtížně

normovat, protože jejich velikost by měla být vždy poplatná konkrétním podmínkám, jako je např. struktura majetku podniku, podmínky na kapitálovém trhu, zdaňování kapitálu apod.

b)

$$\text{Míra krytí úroku} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}$$

Tento ukazatel měří schopnost krytí úroků z provozního zisku před odpočtem úroků a daní. Hodnota ukazatele by měla být větší než jedna. Hodnota menší než jedna naznačuje, že výše provozního zisku nestačí ke krytí nákladů na cizí kapitál.

c)

$$\text{Míra obsluhy závazků} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky} + \frac{\text{splátky}}{1 - \text{daňová sazba}}}$$

Cizí kapitál je spojen s fixními platbami v podobě splátek a úroků. Tyto fixní platby jsou tím vyšší, čím vyšší je podíl cizího kapitálu v celkovém kapitálu podniku. Schopnost uhrazovat fixní platby spojené s cizím kapitálem je determinována schopností podniku vytvářet finanční přebytky (cash-flow). Jestliže je cash-flow nižší než suma úroků a splátek, nastává platební neschopnost neboli insolvence. Podmínku solventnosti vzhledem k zadluženosti při ztotožnění cash-flow se ziskem lze tedy formulovat následovně:

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{úroky} + \frac{\text{splátky}}{1 - \text{daňová sazba}}} \geq 1 \quad (11)$$

Splátky jsou děleny vztahem  $1 - \text{daňová sazba}$ , protože na rozdíl od úroků nejsou daňově odpočitatelnou položkou. Míra obsluhy závazků by měla být vždy nižší než 1. Čím více se přibližuje daný vztah k jedné, tím více je ohrožena solventnost podniku. Posuzování poměru mezi ziskem a součtem úroků a splátek závisí také na očekávané velikosti budoucích zisků a na jejich volatilitě, která je dána obchodním rizikem (rizikem ztráty prodeje, zvýšení nákladů,...).

### **3. Význam ekonomické přidané hodnoty v operativním řízení firmy**

#### **3.1. Úvod do pojmu ekonomické přidané hodnoty**

V posledních letech se v ekonomické teorii stále více prosazuje pojem ekonomická přidaná hodnota (Economic value added – EVA). Nejvíce se tento pojem objevuje v praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Autory této metody jsou Američané – Stewart a Stern, kteří tuto metodu také dopodrobna rozpracovali.

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou je možné využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel běžně používaly. Takovými klasickými ukazateli pro měření výnosnosti podniku jsou především ukazatelé rentability (ROE, ROA apod.) založené na účetním výsledku hospodaření.

Tyto ukazatele trpí dobře známými nedostatky, především tím, že:

- **je možné ovlivňovat výši vykázaného zisku i pomocí legálních účetních postupů, a to velmi výrazně,**
- **účetní ukazatelé nezohledňují časovou hodnotu peněz a především riziko investorů.**

V důsledku těchto nedostatků pak ukazatelé rentability obvykle nedostatečně korelují s hodnotami akcií na kapitálových trzích.

V 80. letech bylo hledáno řešení výše uvedených nedostatků ve využití volných peněžních toků. Použití peněžních toků zmenšuje možnost účetních manipulací a při ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků je možné do hodnoty promítnout pomocí vhodné diskontní míry také faktor času a riziko.

Nevýhodou metody DCF je, že je sice vhodná pro výnosové oceňování podniku, ale podstatně méně se dá použít jako součást běžného řízení. Důvodů pro toto tvrzení je několik:

- *„Na obecné úrovni je řada autorů přesvědčena, že se jedná o krok zpět, kdybychom se chtěli opírat o pohled na podnik, který by byl založen jen na analýze peněžních toků.*
- *Pojmy a veličiny potřebné pro propočty metodou DCF jsou pro běžnou praxi relativně vzdálené, protože ta se opírá o dnes běžné aktuální účetnictví.*
- *Metoda DCF není příliš použitelná jako nástroj běžného řízení podniků a jeho částí, a nelze tedy na ní stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů.*

Zavedení ukazatele ekonomické přidané hodnoty bylo vyvoláno potřebou najít ekonomický ukazatel, který by:

- *vykazoval co nejúžší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazby by měla být prokazatelná statistickými propočty;*
- *umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí;*
- *překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika;*
- *umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.<sup>5</sup>*

---

<sup>5</sup> MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. Upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopres. 2007. 282 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Základní princip ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí podnik dosahuje tehdy, jsou-li **uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu**, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Jednoduše řečeno, pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk, vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.

Je ale třeba připomenout, že myšlenka takto koncipovaného ekonomického zisku není zcela nová. Objevuje se již u starších anglických autorů, např. Marshalla, a od této doby lze její obměny nalézt u velké řady autorů. Dlouhodobě se uplatňuje při oceňování podniku, kde tvoří základ metody mimořádných zisků, a rovněž v podnikové praxi není zdaleka novinkou.

Doposud se však jednalo spíše o teoretickou záležitost, zatímco nyní vznikly podmínky pro její praktické uplatnění. S rozvojem kapitálových trhů a vítězstvím koncepce svobodného podnikání došlo k vytvoření prostoru pro řízení podniků založeném na maximalizaci akcionářské hodnoty (shareholder value). Maximalizace akcionářské hodnoty znamená, že vedení podniku se musí snažit o co největší přínos pro akcionáře, a to v podobě dividend, ale především, formou zisků plynoucích z růstu cen akcií. A právě tento stav vyvolal praktickou potřebu ukazatelů, které by bylo možno průběžně sledovat a přitom by byly propojené s děním na kapitálových trzích, jak bylo zmíněno výše.

Ukazatel EVA a některé další ukazatele (např. CF ROI, CVA apod.) tedy vznikly v poslední době jako reakce na tento nový požadavek. Ze zmíněných ukazatelů právě ekonomická přidaná hodnota vešla ve známost jak u nás, tak i v zahraničí nejrychleji. I přesto, že je tento ukazatel a od něho odvozená metoda ocenění podniku zcela nová, máme za to, že by dnes měla být součástí znalostí každého oceňovatele podniku.

Naším hlavním předmětem zájmu je sice využití EVA pro ocenění podniku, domníváme se však, že bude důležité zmínit i o ostatní možnosti jeho využití, na základě toho, že všechny procesy v podniku jsou vzájemně propojené a výhodou ukazatele EVA je právě to, že toto vzájemné propojení umožňuje zachytit a využít. Finanční analýza se věnuje zkoumání parametrů podniku, které ovlivňují jeho hodnotu, a EVA zjišťovaná do minulosti i budoucnosti umožní analytikovi nebo oceňovateli tuto souvislost potvrdit. Ukazatel

EVA je možné průběžně využívat pro motivování a hodnocení pracovníků, a tím v podstatě zajistit průběžnou snahu o maximalizaci tržní hodnoty podniku.

### **3.2. Ekonomický zisk a vymezení operativní činnosti**

**Rozdíl mezi ziskem z operativní činnosti (NOPAT) a kapitálovými náklady (WACC) jako ekonomický zisk, nebo také nadzisk. V rámci konceptu EVA je tato hodnota počítána rozdíl mezi výnosy a náklady z operativní činnosti, včetně nákladů na vlastní a cizí kapitál.**

**NOPAT** by měl být **vypočítán jen z operativní činnosti podniku**. Pojem „operativní“ se blíží k pojmu provozní v našem účetnictví, ale z formálního pohledu může být pojímán i více do široka, a tedy, že může zahrnovat i část hospodářského výsledku z finanční činnosti. Podstatné však je, že operativní hospodářský výsledek může vykazovat některé věcné rozdíly oproti účetnímu provoznímu hospodářskému výsledku.

Dělení podnikatelské činnosti na operativní a neoperativní či na provozní nebo neprovozní je ve světové literatuře celkem běžné. Operativní činnost je taková podnikatelská činnost, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Předpokládáme, že se jedná o podnik s jedním základním podnikatelským zaměřením, kterému odpovídá i určitá výše rizika podnikání. Pokud se podnik zabývá větším počtem podnikatelských specializací a bude tedy pravděpodobně rozčleněn na větší počet podnikatelských jednotek, pak je vhodné každou činnost posuzovat a oceňovat zvlášť.

Za neoperativní, neboli neprovozní činnosti bývají považovány všechny činnosti, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Např.: investování dočasně volných peněz do cenných papírů nebo obchodování s volnými pozemky u výrobního podniku. Aktiva, která slouží operativní činnosti, pak označujeme jako aktiva operativní (operating assets). Ostatní aktiva označíme jako neoperativní aktiva.

Může se tedy stát, že některý výnos nebo náklad vykázaný ve výsledovce jako provozní ve skutečnosti nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností podniku. Z tohoto důvodu uvádíme pro hospodářský výsledek nové označení „operativní“.

Jeden z hlavních důvodů pro vykazování neprovozních činností je obvykle různá výše podnikatelského rizika a v důsledku toho i potřeba použít rozdílné diskontní míry pro výnosy z provozní a neprovozní činnosti. Z toho pak vyplývá nutnost vydělit z aktiv neoperativní položky a z hospodářského výsledku neoperativní náklady a výnosy (tj. náklady a výnosy, které nesouvisí s aktivy potřebnými pro hlavní provozní činnosti podniku). Vydělení operativních aktiv a operativního hospodářského výsledku není tak zcela prostou záležitostí. Je třeba zachovat soulad mezi vymezením operativních aktiv a hospodářského výsledku, který těmto aktivům odpovídá.

Dalším významným momentem je nutnost zahrnout do propočtu nadzisku (tj. ekonomického zisku) i minimální požadovanou výnosnost vlastního i cizího kapitálu. Zdůrazňuje se tak pohled akcionáře. Nepostačuje, že podnik vykazuje kladný hospodářský výsledek. Je nutné, aby vykazovaný hospodářský výsledek odpovídal očekávání akcionáře především s ohledem na riziko.

Z účetního hlediska je tedy podnik úspěšný, jestliže rentabilita vlastního kapitálu je větší nebo alespoň rovna nákladům na vlastní kapitál.

$$ROE \geq \text{vlastní kapitál}$$

Náklady vlastního kapitálu jsou zde pojaty jako náklady příležitosti, ne však jako finanční náklady, které musí hradit podnik formou přímého transferu peněz akcionáři. Není možné tedy operovat s tvrzením, že pokud podnik neplatí dividendy, nelze s náklady vlastního kapitálu kalkulovat.

Relaci ROE a vlastního kapitálu však ve většině případů nahrazujeme celkovou rentabilitou (rentabilitou aktiv), kterou pak porovnáme s nároky nejen akcionářů, ale i věřitelů. Souhrnné nároky věřitelů a akcionářů lze vyjádřit průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC).

$$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Operativní aktiva}} \geq \text{WACC} \quad (12)$$

Výpočet ekonomického zisku (nadzisku) z operativních činností je možné realizovat dvěma možnými způsoby:

- Pomocí vzorce nákladů na kapitál („Capital Charge“)

$$\text{Operativní ekonomický zisk} = \text{Operativní zisk} - \text{Celkový náklad na kapitál}$$

Celkový náklad na kapitál (capital charge) se vypočte jako součin velikostí operativních aktiv a průměrných vážených nákladů kapitálu.

- Pomocí vzorce hodnotového rozpětí („Value Spread“)

Value spread = jakási ekonomická rentabilita. Vypočteme ji jako rozdíl mezi operativní rentabilitou a průměrnými váženými náklady kapitálu. Operativní rentabilita je přitom počítána jako podíl operativního hospodářského výsledku a operativních aktiv.

$$\text{Operativní ekonomický zisk} = (\text{Operativní rentabilita} - \text{WACC}) \cdot \text{Operativní aktiva}$$

### 3.3. Varianty provozních nadzisků

V literatuře je možné nalézt více variant, jak vyjádřit operativní nadzisk:

- 1) „Economic value added“ navržená poradenskou firmou Stern Stewart & Co.
- 2) „Cash value added (CVA) od firmy Boston Consulting Group.

#### 3.3.1. Ekonomická přidaná hodnota



Základními prvky tohoto ukazatele jsou:

- NOPAT,
- Capital.

**NOPAT** (net operating profit after taxes) = operativní hospodářský výsledek po odpočtu daní. Upravené daně se vyznačují:

- a) vyloučením působení neprovozních nákladů a výnosů,
- b) výpočtem daně v případě, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (tj. nejsou například snižovány nákladovými úroky),
- c) vyloučením skrytých daní, pokud jsou účtovány na úrovni koncernu.

**Capital** = hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operativního zisku. Východiskem pro jeho zjištění jsou účtovaná aktiva. Tato aktiva jsou pak upravována o řadu položek. Např. úprava o náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady jsou aktivovány a postupně odepisovány. Takovéto zvyšování aktiv oproti účetnímu stavu se pak zčásti promítá do zvyšování vlastního kapitálu o tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu (equity equivalents). Hodnota takto modifikovaných aktiv je snížena o explicitně neúročený cizí kapitál, aby nedocházelo k problémům s odhadem nákladů na tyto položky kapitálu.

Kapitál se většinou počítá z počátečních hodnot hospodářského období vzhledem ke sledovanému období. Při větších změnách aktiv je možné i použití hospodářského období vzhledem ke sledovanému období. Při větších změnách aktiv se toleruje i použití průměru z počátečního a konečného stavu upravených aktiv.

**Rentabilita kapitálu** (Internal rate of return) se počítá:

$$r = \frac{NOPAT}{Capital} \quad (13)$$

**Sazba nákladů kapitálu** je vymezena pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).

Ukazatel EVA pak můžeme zapsat pomocí vzorce hodnotového rozpětí (value spread) jako:

$$EVA = \left( \frac{NOPAT}{C} - WACC \right) \cdot C \quad (14)$$

C = hodnota kapitálu investovaného do aktiv, která jsou nezbytná pro hlavní provoz podniku. Pro tuto veličinu je dále používáno označení NOA (net operating assets – čistá operativní aktiva).

### 3.3.2. Peněžní přidaná hodnota (CVA – Cash Value Added)

Model CVA vyvinula známá poradenská firma Boston Consulting Group. I zde se jedná o kapitalizaci čistých výnosů převyšujících náklad kapitálu. Místo hospodářského výsledku však pracujeme s určitou **variantou peněžních toků**:

± *Hospodářský výsledek za účetní období*

± *Tvorba a rozpouštění rezerv*

± *Změna stavu opravných položek a časového rozlišení*

± *Mimořádný hospodářský výsledek (vyloučíme jej z HV za účetní období)*

---

= *Upravený hospodářský výsledek za účetní období*

+ *Odpisy*

+ *Úrokové platby (včetně úroků leasingových)*

---

= *Brutto peněžní tok (odpovídá toku peněz z operativní činnosti před výdaji na investice a na případné zvýšení pracovního kapitálu)*

**Investovaný kapitál**

Kapitál je zde ztotožňován s tzv. investiční bází brutto. Brutto investiční báze je chápána jako veškerý do podniku investovaný kapitál. Počítá se takto:

CFROI je vlastně vnitřní úroková míra, která je běžně užívána v investičních propočtech. V daném případě je velikost vnitřní úrokové míry počítána z těchto výchozích údajů:

1. Investice = investiční báze brutto.
2. Doba životnosti stálých aktiv.
3. Hodnota aktiv, která se neodepisuje, na konci zkoumaného časového úseku, která je dána zbytkovou životností stálých aktiv.
4. Tzv. typické cash flow pro období zůstatkové životnosti aktiv – tedy brutto peněžní tok vymezený shora, který se předpokládá na stabilní úrovni bez dalšího růstu.<sup>6</sup>

Vzorec pro výpočet CFROI:

$$BIB = \sum_{t=1}^n (1 + inf_t)^{-t} (BCF_t / (1 + CFROI)^t) + \frac{NA_n (1 + inf_t)^{-n}}{(1 + CFROI)^n} \quad (15)$$

BIB = brutto investiční báze      BCF = brutto cash flow (má stabilní nominální výši)

NA<sub>n</sub> = hodnota neodepisovaných aktiv na konci roku n

Inf<sub>t</sub> = velikost inflace pro jednotlivé roky, o kterou je očišťován předpokládaný peněžní tok BCF

n = doba životnosti stálých aktiv      t = jednotlivé roky budoucího období n

Důležitým je též způsob, jak určovat **náklady kapitálu** (diskontní míru potřebnou pro ocenění podniku). Nevychází se zde totiž z odhadů, jak je jinak obvyklé, ale z propočtů opřených o skutečný stav. Nejprve se spočítá CFROI za agregované údaje větší skupiny podniků, např. za akciové společnosti v dané zemi. Velikost investovaného kapitálu se v tomto případě nepřebírá z účetnictví, ale z hodnot tržní kapitalizace, kterou odvodíme

<sup>6</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 18 s. ISBN 80-86119-36-X.

z ocenění akcií na kapitálových trzích. Tato tržní kapitalizace je pak zvýšena o hodnotu cizího kapitálu, kterým akciové společnosti disponují.

Hledaná přidaná hodnota z cash flow (CVA) je počítána takto:

$$CVA = (CFROI - WACC) \cdot BIB \quad (16)$$

Koncept CVA je určen především k oceňování podniku. Bývá ovšem často kritizován pro následující slabé stránky:

- a) konstrukce investiční báze brutto je pokládána za poněkud umělou a nejednoznačnou,
- b) silný nesouhlas také vyvolává předpoklad, že CF brutto bude po dobu životnosti stálých aktiv konstantní,
- c) nedořešen zůstává též problém, jak vymezit dobu životnosti aktiv, a tím délky období, za které je počítáno CF brutto.

## **4. Metodika výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty**

### **4.1. Transformace účetních dat na ekonomický model v rámci konceptu EVA**

K propočtu ekonomické přidané hodnoty jsou nutné tři veličiny:

- hospodářský výsledek z operativní činnosti,
- tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva,
- průměrné vážené náklady kapitálu.

Koncept EVA se přitom zakládá na tzv. **ekonomickém modelu**. A tento model vychází z modelu účetního. Data obsažená v účetním modelu jsou modifikována s důrazem na:

- potřeby akcionářů,
- konzistenci dat potřebných k měření výnosnosti.

Potřeba zaměřovat se na akcionáře znamená uspokojit především potřeby malých akcionářů, kteří mají omezené možnosti a seznámit se se skutečnou situací podniku, protože mají k dispozici pouze zveřejněné informace. Účetnictví, které je základním zdrojem informací pro investory, může být orientováno:

- primárně na potřeby věřitelů,
- primárně na potřeby akcionářů.

Orientace na potřeby věřitelů se projevuje v dodržování zásad opatrnosti a průkaznosti. Konkrétní dopady je možné vidět např. při oceňování aktiv, kde se používají historické ceny (pořizovací, případně vlastní náklady) - přecenění je sice možné, ale obvykle jen směrem dolů. Pro akcionáře a jejich rozhodování je však zásadní, mít k dispozici reálný obraz aktiv a pasiv jednotlivých podniků.

Dalším důležitým prvkem je dostatečná soudržnost mezi ekonomickým ziskem, operativními aktivy a náklady kapitálu. Důležité je, aby:

- operativní aktiva byla vymezena v souladu s tím, jak jsou pojaty základní činnosti podniku. Hlavně jde o to, zdali započítat do operativních aktiv finanční majetek a finanční investice a též v jakém rozsahu,
- v návaznosti na předchozí bod - správně vymezit náklady a výnosy vážící se k operativním aktivům,
- po vymezení operativních aktiv upravit též strukturu financování a náklady určené jako jednotlivé finanční zdroje.

Je nutné si uvědomit, že účetní hlediska vždy ne zcela odpovídají potřebám hodnocení hospodářské situace. Proto jsou často zmiňovány potřeby úpravy dat poskytovaných účetnictvím na data, která sice často mají menší průkaznost, ale přece jen s určitou pravděpodobností výstižněji odráží realitu. Důležitým krokem je tedy **konverze účetního**

**modelu** (tj. zobrazení hospodářské situace v účetnictví) **na ekonomický model** (tj. takové zobrazení ekonomické reality, které se blíží pohledu kapitálového trhu).

Konverze by se měla skládat ze čtyř základních kroků:

1. konverze na operativní aktiva,
2. konverze finančních zdrojů,
3. konverze daňová,
4. konverze akcionářská.

V praxi jsou tyto úpravy velmi těsně spojené a často prováděné současně.

#### **4.1.1. Konverze dat**

##### **Konverze na operativní aktiva**

Ekonomický zisk je pojímán jako výsledek nasazení operativních aktiv. Vlastně jde tedy o provozní zisk z provozních aktiv. Zde je možné chápat pojem provozní poněkud jinak než české účetní předpisy, a proto je nutné používat jiný výraz, neboli hovoříme o operativních aktivech. Ve vztahu k ekonomické přidané hodnotě je pak používán pojem čistá operativní aktiva (net operating assets – NOA).

Problém se skrývá v tom, že klasické účetní výkazy takového rozdělení aktiv neumožňují, i když IAS 14 obsahuje v tomto směru některé odkazy. Je nutné se proto spoléhat na údaje, které jsou dostupné a hlavně na schopnost analytika vystihnout změny, které jsou opravdu nejvíce zapotřebí.

## **Konverze financování**

U této konverze je nutné doplnit účetně vykazované zdroje financování tak, aby poskytovaly skutečný obraz financování podniku. Nejdůležitějším problémem je v tomto případě leasingové financování a financování pomocí dalších forem pronájmu. Tyto úpravy se provádějí:

- zvýšením operativního hospodářského výsledku o úrokovou část leasingových splátek,
- modifikací finančních zdrojů o krátkodobé neúročené závazky,
- a modifikací vykazovaných rezerv.

## **Konverze daňová**

V rámci ekonomického modelu se upravují daně, které vyplývají především z rozdílu mezi NOPAT a účetním hospodářským výsledkem.

### **4.2. Propočet základních položek EVA**

Nyní se budeme více zabývat jednotlivými složkami EVA, tj.:

1. hospodářským výsledkem (NOPAT),
2. operativními aktivy (NOA),
3. průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC).

#### **4.2.1. Propočet operativních aktiv (NOA)**

Základem pro výpočet NOA je samozřejmě rozvaha. Zde je nutné:

- z aktiv vyčlenit neoperativní aktiva,

- aktivovat, je-li to možné v tržním ocenění, položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,
- aktiva zmenšit o neúročený cizí kapitál.

#### 4.2.1.1. Vyloučení neoperativních aktiv

Problémem v této fázi je otázka, jak se dá určit, která aktiva mají neoperativní charakter a jsou nutná pro primární činnosti podniku a která již nikoliv. Obzvláště je nutné upozornit, že zejména v tomto bodě se postoje různí a provedené úpravy jsou do značné míry závislé na situaci konkrétního podniku a odborném posouzení analytika. Dále se budeme zabývat jednotlivými položkami, které by měly být vypuštěny z aktiv vykazovaných v účetnictví.

### Finanční majetek

Tab. č. 1

<b>Peníze</b>	<b>Účet 211</b>	<b>Pokladna</b>
	<b>Účet 213</b>	<b>Ceniny</b>
<b>Účty v bankách</b>	<b>Účet 221</b>	<b>Běžný účet</b>
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>Účet 251</b>	<b>Majetkové cenné papíry – MCP splatné v době pořízení, příp. určené k prodeji do 1 roku od pořízení (akcie, podílové listy, atd.)</b>
	<b>Účet 253</b>	<b>Dlužné cenné papíry – dluhopisy, vkladové listy, pokladniční poukázky, směnky pořízené za účelem obchodování (bez směnek plynoucích z dodavatelsko-odběratelských vztahů, atd.)</b>

Položky finančního majetku (dle českého účetnictví)



Základem krátkodobého finančního majetku jsou cenné papíry, které se nepovažují za dlouhodobé uložení peněz a je možné je v dohledné době prodat, aniž by tím byla ovlivněna operativní činnost podniku. V rozvinutých ekonomikách má sloužit krátkodobý finanční majetek hlavně jako rezerva, která má ulehčit například:

- splácení úvěru,
- financování investic.

V případě, že má krátkodobý finanční majetek charakter strategické rezervy, pak se nejedná o aktivum operativní (tedy provozně nutné), a je proto správné odečíst jej z bilanční sumy.

V jiné pozici se ovšem nacházejí peněžní prostředky, které by měly být zachovávány jen na provozně nutné výši. Dlouhodobé přebytky je vhodné investovat např. do finančních investic a krátkodobé do krátkodobého finančního majetku.

Peněžní prostředky, které jsou vykázány v rozvaze, může považovat za provozně nutné a je tedy možné je zařadit do NOA. Jelikož ovšem není možné vyloučit, že aktiva některých podniků zahrnují větší peněžní prostředky, než je z hlediska provozu nutné, pak je žádoucí tuto položku přezkoumat a případný přebytek nad provozně potřebnou úroveň odečíst. Maximální provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků je možné odhadnout např. absolutní částkou nebo pomocí požadované úrovně poměrového ukazatele peněžní likvidity (peníze a účty v bankách / krátkodobý cizí kapitál).

## **Finanční investice**

Tab. č. 2

<b>Podílové cenné papíry a vklady v podnicích s rozhodujícím vlivem</b>	<b>Účet 061</b>
<b>Podílové cenné papíry a vklady v podnicích s podstatným vlivem</b>	<b>Účet 062</b>
<b>Ostatní investiční cenné papíry a vklady (nakoupené obligace,</b>	<b>Účet 013</b>

<b>pokladniční poukázky, vkladové listy a termínované vklady se splatností delší než 1 rok)</b>	
<b>Ostatní s dobou splatnosti delší než 1 rok (např. vklad do jiné spol., který daný podnik poskytne jako tichý společník)</b>	<b>Účet 067</b>
<b>Soubory movitých a nemovitých věcí pronajímaných jako celek</b>	<b>Účet 069</b>

Součást finančních investic (dle českého účetnictví)

*Zdroj: MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 1. vydání.*

*Praha: Ekopress 2001.24 s. ISBN 80-86119-36-X.*

Jestliže mají finanční investice portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz), pak by měly být z NOA vyjmuty.

V případě, že ve spojení s investicí dochází i k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společnostmi, do kterých bylo investováno, pak je vhodné takovou finanční investici v NOA ponechat. Pakliže investici v NOA necháme, je účelné ji ocenit na základě její tržní hodnoty (je-li to možné). Ve spojitosti s rozhodnutím zařadit či nezařadit jednotlivé finanční investice do NOA je pak nutné upravit i výši NOPAT. To např. znamená vyjmout výnosy z investice do NOPAT, je-li tato investice součástí NOA, a naopak výnos vyloučit, jedná-li se pouze o investici pořízenou za účelem uložení dočasně volných finančních prostředků.

Nejsou-li k dispozici informace o charakteru finančních investic, pak je vhodné je do NOA nezahrnovat. Samozřejmě pouze v případě, jedná-li se o firmy, kde finanční investování nepatří do základní činnosti podniku.

### **Vlastní akcie**

Podle doporučení k výpočtu EVA, tak podle zásad účetnictví v ČR jsou vlastní akcie vyloučeny z vlastního jmění. V žádném případě netvoří součást NOA.

### **Nedokončené investice**

Tato položka by měla být podle Mezinárodního účetního standardu vykazována odděleně. V případě odděleného vykazání je vhodné posoudit její zařazení do NOA.

Tento typ majetku je sice obvykle provozně nepotřebný, není ale k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků. Je vhodné tedy nedokončené investice z NOA vyřadit.

### **Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Jedná se např. o nevyužité či pronajaté pozemky a budovy – zde je možné předpokládat, že při nacionálním hospodaření budou tato aktiva nejspíše postupně rozprodána. Účetní hodnotou těchto aktiv je tedy vhodné z NOA vyřadit.

#### **4.2.1.2. Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví**

##### **Finanční leasing**

Toto aktivum je nutné do NOA započítat v tržní hodnotě (je-li to možné).

Leasing tvoří podstatnou část investic, např. pomocí finančního leasingu je v jednotlivých zemích financováno 15 až 30% investic. Zásadní význam má leasing pro malé podniky, proto je stále více požadováno, aby leasingové obchody byly aktivovány a z nich plynoucí závazky vykazovány v pasivech.

*„Pro finanční leasing je pak typické, a tím se odlišuje např. od leasingu operativního, že rizika nese příjemce leasingu. To znamená, že:*

- *leasingové smlouvy jsou uzavírány na dobu, která není o mnoho kratší než lhůty stanovené pro odepisování (především daňové),*
- *nájemce nese převážnou část rizik a užitek spojených s vlastnictvím předmětu,*
- *za běžných okolností není leasingová smlouva vypověditelná, nebo je vypověditelná jen za nepředpokládaných skutečností a za předpokladu, že majitel s tím souhlasí,*
- *nájemce má právo (obecně to není podmínkou, u nás to však zákon o dani z příjmů požaduje) na kupní opci po uplynutí lhůty leasingové smlouvy.*

*Pokud shora uvedené podmínky nejsou splněny a nejedná se tedy o finanční pronájem, jsou všechny takovéto případy považovány za pronájem operativní.“<sup>7</sup>*

Základním problémem však je, jakým způsobem upravit rozvahu nájemce, aby leasing zachycovala.

Účetní a daňové předpisy ČR vycházejí z toho, že rozhodující je **formálně právní stav** věcí. Pronajímatel je právně majitelem předmětu leasingu. Na základě toho je i účetně předmět leasingu vykazován u majitele (v rozvaze majitele). Podle Mezinárodního účetního standardu 17 by však měl být rozhodující pohled ekonomický. Nájemce nese ekonomické užitky a rizika při finančním leasingu. Do aktiv nájemce by měl být proto začleněn předmět leasingu a tomu odpovídající závazky je třeba rozšířit pasiva.

Důsledky zařazení leasingu do aktiv nájemce je třeba promítat i do propočtu hospodářského výsledku. V nákladech je nutné platby za leasing rozčlenit na odpisy z pronajatého majetku (aktiva) a na finanční náklady spojené s jeho pořízením. Finanční náklady by měly být ekonomickým vyjádřením úroků z úvěru.

Pro konkrétní provedení se jeví jako nejvhodnější vyjít z principů obsažených v Mezinárodním účetním standardu 17. Samotný postup účtování se pak staví na tom, že simulujeme úvěr, který by odpovídal podmínkám leasingové smlouvy.

*„Výchozími parametry tedy jsou:*

- *hodnota předmětu leasingu, která by měla odpovídat jeho tržní hodnotě (označíme ji  $H_{PL}$ ),*
- *doba pronájmu  $n$  vyjádřená v časových intervalech  $t$ , kdy dochází ke splátkám,*

---

<sup>7</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 25 s. ISBN 80-86119-36-X.

- výše leasingových plateb na začátku nebo na konci intervalu  $LP_t$ ,
- úroková míra, která je implicitně obsažena v leasingových splátkách ( $i_L$ ), absolutní úroveň úroku vyplývající z této míry označíme  $U$ ,
- implicitní splátky úvěru odpovídajícího leasingu ( $SU_t$ ), předpokládáme, že  $LP_t = SU_t + U$ .

Jádrem celého postupu je pak určit **implicitní úrokovou míru**  $i_L$ , která odpovídá vnitřní úrokové míře leasingové operace:

$$H_{PL} = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i_L)^t} \quad (17)$$

Hodnota předmětu leasingu slouží:

- a) jako ocenění aktiva, které je pak odepisováno,
- b) jako výchozí výše úvěru (závazku), který podnik leasingem získal.

Na základě vnitřní úrokové míry leasingu pak určíme splátkový kalendář, kdy pomocí implicitní úrokové míry  $i_L$  spočítáme velikost úroků placených každý rok ( $U_t$ ):

$$U_t = i_L \cdot \text{výše leasingového závazku na počátku období } t \quad (18)$$

Vzhledem k tomu, že známe leasingové platby  $LP_t$ , můžeme dopočítat i splátky úvěru (tj. úmor dluhu):<sup>8</sup>

$$SU_t = LP_t - U_t \quad (19)$$

Stav závazku se na konci každého období snižuje o tyto splátky – až do konce leasingové smlouvy.

Aktiva se odepisují obvyklým způsobem podle předpokládané doby užití daného předmětu podniku. Ovšem pouze za předpokladu, že není jisté, že bude využita kupní opce na konci

<sup>8</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 26 s. ISBN 80-86119-36-X.

doby pronájmu, měly by odpisy zabezpečit, aby byl předmět odepsán již do konce doby trvání leasingové smlouvy.

Jestliže by nebylo možné stanovit hodnotu předmětu leasingu ( $H_{PL}$ ), lze jako náhradní způsob odhadnout úrokovou míru  $i_L$  (např. podle nákladů na zajištěný dluh se splatností odpovídající délce leasingové smlouvy). Hodnotu předmětu leasingu je pak možné dopočítat jako současnou hodnotu leasingových plateb při odhadnuté úrokové míře.

Při vykazování pronajatého aktiva je možné postupovat například těmito způsoby:

- 1) Do aktiv započteme tržní hodnotu sníženou o odpisy, v pasivech se pak vykazuje zůstatek závazku podle splátkového kalendáře – jedná se o již zmíněný postup podle mezinárodních účetních standardů.
- 2) Do aktiv přičteme hodnotu leasingovaného předmětu sníženou o odpisy, zůstatková cena se uvede i v pasivech jako závazek.
- 3) Do aktiv i pasiv doplníme současnou hodnotu leasingových splátek, diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů na cizí kapitál s obdobnou dobou splatnosti, jako je délka leasingové smlouvy, při obdobném riziku.

### **Závěr k vykazování leasingu**

Vykazování leasingu prováděné na základě zůstatkové hodnoty majetku i vykazování na základě současné hodnoty leasingových plateb zahrnuje celou řadu problémů a nedostatků. Jako nejvhodnější podoba vykazování leasingu se proto jeví první forma, tedy. pořízení na úvěr, která v zásadě odpovídá požadavkům Mezinárodního účetního standardu 17.

Hlavní výhody této formy vykazování leasingu:

- finanční náklady leasingu jsou vykazovány zvlášť, což usnadňuje úpravy výsledovky pro výpočet NOPAT,
- investiční majetek je vykazován v aktivech, v hodnotách, které odpovídají předpokládané době používání a opotřebení aktiva,

- na konci leasingové smlouvy je leasingový závazek umořen, po celou dobu trvání leasingové smlouvy je zatížen stabilní úrokovou mírou.

## Operativní leasing a nájem

U operativního leasingu (na rozdíl od finančního) se neumožňuje majetek aktivovat, a to nejen v ČR, ale také ve světě.

Ekonomicky i v tomto případě platí, že operativní leasing a nájem jsou jen formami cizího financování podnikové činnosti. Je důležité posoudit, zda jsou dosud používaná kritéria pro rozlišování finančního a operativního leasingu vhodná k tomu, abychom podle nich rozhodovali, který majetek aktivovat.

Pro ulehčení rozhodování nám může pomoci definice aktiv podle Mezinárodních účetních standardů:

1. Aktivum je důsledkem předcházejících transakcí nebo jiných předcházejících událostí.
2. Aktiva ztělesňují určitou možnost užitku, která spočívá hlavně v tom, že přímo nebo nepřímo ovlivňují tok peněžních prostředků ve prospěch podniku a tedy jsou nebo v budoucnu mohou být zdrojem ekonomického užitku,
3. Takovýto budoucí užitek nastane s poměrně velkou pravděpodobností.
4. **Pro zachycení aktiva v účetní závěrce není podstatné, zda máme k aktivu vlastnické právo, ale máme-li pod kontrolou užitky z tohoto aktiva.**
5. Toto aktivum je možné dostatečně spolehlivě ocenit.

Je důležité též dopočítat implicitní finanční náklad obsažený v nájemních smlouvách a tyto úroky připočítat k propočtenému NOPATu. Můžeme postupovat takto:

1. Stanovíme velikost závazku z pronájmu k počátku období (např. jako současnou hodnotu budoucích plateb nájemného).
2. Z této hodnoty závazku pomocí diskontní míry (použité pro výpočet současné hodnoty závazku) odvodit velikost úrokových nákladů za dané období.

Každopádně je důležité se zabývat při propočtu ekonomické přidané hodnoty velikostí a vlivem leasingových operací a pronájmů na NOPAT a NOA, jelikož jinak mohou být získané výsledky podstatnou měrou zkresleny.

### **Ekvivalenty vlastního kapitálu**

Ekvivalenty vlastního kapitálu vznikají jako důsledek oceňování aktiv analyzovaného podniku z pohledu vlastníka. Samotné ocenění je možné výstižně definovat jako peněžní vyčíslení ekonomického užitku vztažené k rozhodnému dni.

Většinou je potřeba počítat s rozdílem oproti ocenění v účetnictví. Nejmenší rozdíl bude zpravidla u oběžných aktiv, větší pak u stálých aktiv, zejména nehmotných.

### **Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv**

Nejprve se budeme zabývat opravnými položkami, které se týkají pohledávek. V zahraničí mají někdy tyto položky paušální charakter, tedy není nutné je posuzovat individuálně. U nás jsou do účetnictví předávány opravné položky tvořené podle jednotných daňových předpisů. Mohou zde tedy vznikat jak tiché rezervy, tak může docházet i k nadhodnocování výše pohledávek. Potenciální odchylky mezi vykázanou a skutečnou hodnotou pohledávky lze započítat jako položku k ekvivalentům vlastního kapitálu.

Další důležitou položkou jsou zásoby. V ČR a také v ostatních státech Evropy převládá zásada „Lower of Cost or Market“. Jedná se o ocenění realizační cenou, které je možné jen tehdy, je-li jeho hodnota nižší než hodnota pořizovací ceny. Z pohledu vlastníka je však



možné od uplatňování zásady opatrnosti ustoupit a využít pro ocenění tržní ceny platné k datu rozvahy i v případě, že jsou vyšší. Jinou otázkou ovšem je, bude-li mít k tomu analytik příslušné informace.

Třetí možností je možnost vzniku ekvivalentů vlastního kapitálu u zásob vyplývající z použití metody LIFO (Last in First out). Metoda LIFO není u nás povolena. Povoluje ji však Mezinárodní účetní standard 2, v tomto případě se ale vyžaduje vykazování rozdílů oproti ocenění FIFO (First in, First out). Případné podcenění zásob, které vzniklo použitím metody LIFO, umožňuje vznik tiché rezervy, která by měla být vykázána (jsme-li toho schopni) též jako ekvivalent vlastního kapitálu a připočtena k NOA.

### **Oceňovací rozdíly v investičním majetku**

Je důležité upozornit na fakt, že i ve světě převládá princip oceňování hmotného investičního majetku pořizovacími cenami. Použitím historických cen se dopouštíme chyb v ocenění, které mají dva základní zdroje:

- a) Nebereme v úvahu růst cen.
- b) Pomíjíme vliv technického pokroku.

První vliv je možné, i když dosti nepřesně, eliminovat úpravou pořizovacích cen pomocí indexů růstu cen. Aby bylo možné takové úpravy provést, musíme znát strukturu investičního majetku podle stáří, jeho pořizovací ceny a zvolit vhodný cenový index. Nejméně vhodný je index spotřebních cen, vhodnější jsou pak cenové indexy výrobců, které se svou charakteristikou co nejvíce přibližují k přeceňovanému investičnímu majetku.

Z pohledu ekonomické přidané hodnoty je patrné, že v případě budou-li mít dva podniky stejné podmínky hospodaření, budou dosahovat totožných hospodářských výsledků a jediný rozdíl mezi nimi bude ve stáří používaných stálých aktiv. Podnik se staršími a více odepsanými aktivy vykáže vyšší hodnotu EVA než podnik s novými aktivy.

Další možností je použití tržních cen, jsou-li dostupné, případně ocenění pro účely pojištění (bývá někdy k dispozici; pozn. pojišťovací hodnoty nezahrnují reálnou hodnotu pozemků). Z rozvah některých firem je možné např. vyčíst, jaké rozdíly mezi účetní a pojišťovací hodnotou hmotného investičního majetku mohou být zásadní.

Doporučení - při oceňování stálých aktiv pokud možno provést tato přecenění:

1. Přecenit stálá aktiva na úroveň časových cen, tedy reprodukčních cen snížených o reálné opotřebení.
2. V případě finančních investic v podobě podílových cenných papírů a vkladů je vhodné použít tržní ceny (případně tržní ocenění).

### **Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Náklady na výzkum a vývoj jsou jednou z hlavních položek tohoto druhu. Náklady tohoto druhu není možné aktivovat - podle amerických všeobecně uznávaných účetních principů (US GAAP).

Jiné stanovisko k těmto položkám však zaujímá mezinárodní účetní standard IAS 38, který je zaměřený na nehmotná aktiva a definuje je jako identifikovatelná, nikoliv peněžní aktiva, bez fyzické podstaty, která jsou používána pro výrobu, poskytování služeb, pronajímání třetím osobám nebo pro správu podnikatelské jednotky. Aktivum je pak pojato jako prostředek, který je pro podnik k dispozici jako výsledek minulých transakcí, a od něhož se očekává, že podniku v budoucnosti poskytne hospodářský užitek. Mezinárodní účetní standard IAS 38 dále požaduje, aby bylo možné očekávat budoucí hospodářský užitek s dostatečně velkou pravděpodobností a náklady na pořízení nehmotného aktiva byly měřitelné s dostatečnou spolehlivostí. IAS 38 ovšem eliminuje z aktivace řadu podstatných nemateriálních položek, jako jsou např. náklady na vzdělání a výchovu pracovníků, náklady na reklamu atd.

Koncept ekonomické přidané hodnoty je obvykle interpretován volněji při rozhodování o tom, jaké položky řadit mezi nehmotná aktiva. Jako nehmotné aktivum pro výpočet hodnoty EVA jsou obvykle akceptovány kumulované náklady spojené především:

- se vstupem na volné trhy,
- velká část nákladů na marketing - reklama, vytváření nových odbytových cest atd.,
- náklady spojené se školením pracovníků,
- náklady spojené s restrukturalizací podniku.

V případě, že firma plánuje restrukturalizaci, často pro tento účel vytváří rezervy. Tyto rezervy jsou pak ale investičního charakteru. Pokud byly vytvořeny, je nutné je přesunout z cizího kapitálu do vlastního jako ekvivalenty vlastního kapitálu.

## Goodwill

Goodwill vzniká jako rozdílová položka při koupi podniku, a to tehdy, je-li cena zaplacená za 100% podíl na základním jmění vyšší než rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků. Goodwill je obvykle vnímán jako souhrnná hodnota všech nehmotných aktiv, kterou není možno individuálně identifikovat a váže se k podniku jako celku. Výše její hodnoty je přímo svázána s výkonnostním potenciálem firmy. Pojem goodwill naše účetnictví nezná (s výjimkou účetnictví pro banky), pouze tzv. opravnou položku k nabytému majetku (což je samo o sobě dost nesmyslné označení, stejně jako její zařazení mezi hmotný investiční majetek).

Ve dvou případech je možné získat opravnou položku:

- a) kupní cena podniku - ( $\Sigma$  aktiv v účetním ocenění prodávajícího -  $\Sigma$  převzatých závazků),
- b) kupní cena podniku - ( $\Sigma$  aktiv individuálně přeceněných -  $\Sigma$  převzatých závazků).

Jako goodwill je ale jen možné označit tento druhý rozdíl. Opravná položka uvedena v prvním případě zahrnuje i rozdíly mezi reálnou a účetní hodnotou jednotlivých položek aktiv vykazovaných v účetnictví. V ČR se setkáváme jen s opravnou položkou k nabytému majetku. Tato položka může dosáhnout jak kladných, tak i záporných hodnot. V obou případech se ovšem vykazuje v aktivech. Kladná se odepisuje 15 let (účetně i daňově) do nákladů, záporná pak do výnosů.

Pro výpočet NOA je vhodné, aby opravná položka byla vykázána v aktivech (pokud máme k dispozici příslušná data). Otázkou zůstává, jak nakládat s odpisy a oprávkami. Stewart doporučuje, aby se brutto goodwill vykazoval, tedy bez opravek. Zdůvodnění tohoto doporučení je jednoduché – u dobře fungujícího podniku by se hodnota goodwillu neměla snižovat.

S tím lze v zásadě souhlasit, ale jen pokud se situace podniku od data zaúčtování goodwillu nezměnila natolik, že zachování hodnoty goodwillu není pravděpodobné. Pokud však máme v účetnictví českou opravnou položku včetně rozdílů mezi reálnou a účetně vykázanou hodnotou aktiv, pak uvažovat o zařazení její hrubé hodnoty do NOA by asi nebylo správné.

Vztah mezi opravnou položkou (goodwillem) a NOPAT. V úvahu přicházejí tyto možnosti:

1. Nejprve je nutné přezkoušet, zahrnuje-li účtovaný goodwill skutečně pouze neidentifikovatelná aktiva. Pokud zdroje goodwillu jsou především položky, jako:
  - výkonný management,
  - vysoký rozdíl na trhu s pozitivními účinky na hospodárnost,
  - rozličné synergie,
  - výkonný personál.

V případě, že je možné najít identifikovatelná aktiva, pak je nutné rozhodnout, jak působí čas na jejich hodnotu. Jedná-li se o ochrannou známku, zpravidla není důvod k odepisování. U jiných druhů nehmotných aktiv (patenty, průmyslové vzory) bývá situace jiná a zpravidla je důvod k odepisování.

2. Je-li stabilizovaný goodwill zařazen do NOA, pak je třeba k operativnímu hospodářskému výsledku připočítat zpět dříve provedené odpisy goodwillu (tedy opravné položky, které zahrnuje jen goodwill).

Dodatečné zařazení goodwillu do aktiv samozřejmě znamená, že je formou ekvivalentů vlastního kapitálu, a řadíme ji proto k vlastnímu kapitálu.

### **Tiché rezervy (úmyslně vytvářené)**

Tiché rezervy mohou být úmyslně vytvářeny pomocí:

- odpisů a opravných položek na straně aktiv,
- pomocí rezerv v pasivech.

V případě, že vedení podniku vědomě redukuje hodnotu aktiv, případně vytváří relativně nadbytečné rezervy, pak je nutné je zařadit formou ekvivalentů vlastního kapitálu k vlastnímu jmění. Pokud došlo k přecenění jednotlivých položek aktiv, pak je uvedený problém v podstatě vyřešen, neboť zbývá jen posoudit nezbytnost rezerv.

#### **4.2.1.3. Krátkodobé, explicitně neúročené závazky**

V tomto případě je důležité vyřadit z operativního hospodářského výsledku všechny finanční náklady. U krátkodobých závazků jsou zpravidla hlavní částí dodavatelské úvěry. Tyto úvěry jsou explicitně úročené. Musí zde však platit předpoklad, že finanční náklady s těmito úvěry spojené se zahrnují do nákupních cen. Poté je ale nutné počítat s tím, že vykázaný operativní hospodářský výsledek je ponížený o tyto skryté finanční náklady.

Oprava této chyby je v zásadě možná dvěma způsoby:

- a) korekcí hospodářského výsledku neboli zvýšením NOPAT o implicitní úroky,
- b) anebo korekcí vykázaných aktiv neboli snížením NOA o neúročené závazky.

Krátkodobé neúročené závazky jsou charakterizovány tím, že mají přímou vazbu na pohyb peněžních prostředků, platby by měly být vykonány do jednoho roku a neměly by vyvolat žádné přímé úrokové náklady. Do krátkodobých závazků, o které je potřeba aktiva snížit, patří hlavně tyto položky (položky z rozvahy podle české úpravy):

- „Krátkodobé závazky:
  - ❖ závazky z obchodního styku,
  - ❖ závazky ke společníkům a sdružení (za předpokladu, že nejsou úročeny) – například závazky z dosud nevyplacených dividend a podílů na zisku,
  - ❖ závazky k zaměstnancům,
  - ❖ závazky ze sociálního zabezpečení,
  - ❖ stát – daňové závazky a dotace,
  - ❖ odložený daňový závazek (zjišťuje se jen u účetních jednotek, které tvoří skupiny podniků),

- ❖ závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem (pokud nejsou úročeny),
- ❖ závazky k podnikům s podstatným vlivem (pokud nejsou úročeny),
- ❖ jiné závazky (pokud nejsou úročeny).“

V případě, že u analyzovaného podniku nalezneme mezi krátkodobými závazky závazek explicitně úročný, je možné samozřejmě uvážit, do jaké míry jsou náklady na tento závazek důležité. Jde-li se o položky zanedbatelné, je v praxi možné i s těmito závazky zacházet jako s neúročenými.

- „Pasivní položky časového rozlišení (výdaje příštích období, výnosy příštích obd.).
- *Ve výjimečných případech se mohou vyskytovat explicitně nezpлатněné závazky i ve skupině závazků dlouhodobých – zejména dlouhodobé přijaté zálohy. Pokud taková situace nastane, je vhodné zacházet s těmito položkami stejně jako s neúročenými krátkodobými závazky.*
- *Rezervy mající charakter skutečných závazků. Pokud se jedná naopak o rezervy všeobecného charakteru (např. rezervy k vlastnímu kapitálu, tedy zahrnout je do ekvivalentů vlastního kapitálu.*“<sup>9</sup>

#### 4.2.2.

#### Určení velikosti operativního

#### hospodářského výsledku – NOPAT

První podmínkou pro určení NOPAT (net operating profit after taxes) je dosažení rovnováhy mezi NOA a NOPAT. Jsou-li určité činnosti a jim odpovídající aktiva začleněna do NOA, pak je nutné, aby jejich náklady a výnosy byly začleněny do výpočtu NOPAT, a samozřejmě naopak.

Dále je třeba rozhodnout, zda za základ do českého účetnictví vzít:

- hospodářský výsledek z běžné  
činnosti,
- nebo hospodářský výsledek  
provozní.

<sup>9</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 39 s. ISBN 80-86119-36-X.

Pro další úvahy aplikujeme všeobecný postup a vyjdeme z hospodářského výsledku z běžné činnosti, který v našich podmínkách obsahuje provozní hospodářský výsledek a hospodářský výsledek z finančních operací. V této rovině provedeme následující změny a úpravy:

1. Z finančních nákladů vyřadíme placené úroky včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách. Tedy, přičteme tyto placené úroky zpět k hospodářskému výsledku.

Velikost implicitních úroků získáme:

- Přímo, jestliže můžeme použít aktivaci předmětů pronajatých na leasing a odpovídajících závazků metodou „pořízení na úvěr“,
- Odhadem, například takto:
  - K danému datu určíme současnou hodnotu leasingových splátek pro nejbližší roky (asi 4 roky). Pro vypočtení současné hodnoty použijeme např. úrokovou míru odpovídající nákladům na zajištěný dluh se splatností odpovídající době pronájmu.
  - V případě, že pak touto úrokovou mírou vynásobíme současnou hodnotu splátek (tj. výši leasingového závazku k počátku analyzovaného období), získáme tak určitý odhad úroků pro dané období.

2. Z hospodářského výsledku je nutné vyřadit mimořádné položky v širším pojetí:

- Volbou výchozího hospodářského výsledku na úrovni běžné činnosti došlo k vyloučení některých položek, které tvoří součást účetních mimořádných výnosů a nákladů.

Hlavně:

- změny v metodě ocenění majetku,
- manka, škody a nároky na jejich náhradu,
- tvorba zúčtování rezerv na náklady charakteru mimořádných nákladů,

→dále pak ostatní mimořádné náklady, např. náklady plynoucí z postoupení, popř. ukončení hospodářské činnosti.

- Pokud je to možné, pak je dobré **vyloučit i mimořádné položky** v nákladech a výnosech, **které se svou výší nebudou opakovat** a které by měly být vyloučeny z posuzování schopností. Řadíme sem:

→ náklady na restrukturalizaci (popř. odstupné většímu počtu propuštěných pracovníků),

→ prodeje investičního majetku (hmotného a nehmotného) a jejich působení na náklady a výnosy,

→ rozpouštění rezerv, které nebyly využity, a z toho plynoucí výnosy,

→ mimořádné odpisy majetku.

### 3. Do NOPATu je nutné započítat i **vliv změn vlastního kapitál**

- V prvním případě se jedná o vliv aktivace nákladů investiční povahy. Zařazujeme sem především náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady je třeba vyloučit a nahradit odhadem odpisů aktivovaných nákladů. Otázkou však v tomto případě je, na jakou dobu odpis rozpočítávat. Nejvhodnější je používat je paušálně dobu pěti let, není-li možné je určit přesněji.

- Odpisy je nutné modifikovat podle toho, jak je (anebo není) vykazován v rozvaze goodwill. Např. je-li opravná položka (goodwill) vykazována, a jsou-li vykazovány i odpisy, ale pouze za předpokladu, že goodwill má trvalou hodnotu, pak je nutné tyto odpisy z propočtu hospodářského výsledku vyloučit (tedy přičíst je zpět).

- Do hospodářského výsledku je též nutné započítat možné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky (oproti účetním stavům).

- Tvorbu a čerpání tichých rezerv je vhodné vyřadit z hospodářského výsledku, jestliže ovlivnily hospodářský výsledek (např. neúměrně vysoké odpisy, nadměrnou tvorbu opravných položek apod.).



4.

Dále je zapotřebí posoudit, do jaké míry mají **finanční investice a krátkodobý finanční majetek** operativní charakter. Neboli, do jakého rozsahu tato aktiva podmiňují základní podnikatelské aktivity a do jakého rozsahu mají povahu ukládání peněz za účelem vytváření dlouhodobých rezerv a dosahování dalších výnosů z provozně nevyužitého kapitálu. Na základě těchto úvah by mělo být rozhodnutí, v jaké rozsahu je potřebné odpovídající finanční výnosy a náklady v NOPAT ponechat a v jaké to potřebné není. Z hospodářského výsledku je nutné odečíst výnosy z provozně nepotřebných aktiv.

Velmi podstatnou položkou je **úprava daní**. Je nutné zjistit tzv. upravenou daň, což je teoretická daň, která by byla uhrazena z operativního hospodářského výsledku. Běžný postup, který se v tomto případě aplikuje (a to i u jiných výnosových metod oceňování), spočívá v tom, že se NOPAT vynásobí daňovou sazbou. Je třeba si však uvědomit, že v praxi toto může znamenat získání velmi zkresleného výsledku, protože v účetním hospodářském výsledku, ze kterého NOPAT vychází, může být řada výnosových a nákladových položek, které nelze daňově uznat. V případě, že chceme provést propočet daně z NOPAT přesněji, můžeme uplatnit některý z těchto postupů:

- Spočítáme skutečnou daňovou sazbu tak, že vydělíme splatnou daň účetním hospodářským výsledkem. Takto pojaté daňové sazby se většinou velmi odlišují od sazeb daní stanovených zákonem, jelikož ty se samozřejmě vztahují k daňovému základu a nikoli k účetnímu hospodářskému výsledku. NOPAT pak vynásobíme touto konkrétní sazbou.
- Přesnější výsledek dostaneme (pracnější cestou), když vyjdeme ze splatné daně pro daný rok a snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT odlišuje oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky.

### 4.2.3.

### Určování nákladů kapitálu

Hlavní složkou k propočtu ekonomické přidané hodnoty je stanovování sazby nákladů kapitálu. Při výpočtu EVA a jejím použití plní sazba nákladů kapitálu dvě základní funkce:

- stanovuje minimální rentabilitu kapitálu,
- je východiskem pro diskontování budoucích hodnot EVA při oceňování pomocí této hodnoty.

Při určování nákladů kapitálu je nutné rozlišovat tři případy: EVA – entity, EVA – equity a EVA – APV.

*„EVA entity je případ považovaný zpravidla za základní. NOPAT zahrnuje jak hospodářský výsledek použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu, tj. výnosy věřitelů. Jak jsou stanoveny výsledky, tak musí být určovány i požadavky. Výši a strukturu požadavků určují vážené průměrné náklady kapitálu (WACC – weighted average cost of capital). V předchozích kapitolách jsme vycházeli právě z tohoto základního přístupu.“<sup>10</sup>*

V úvahu přicházejí i další dva postupy. Jde se hlavně o **EVA – equity**, kde požadavky, a tedy diskontní míra jsou vyjádřeny jen na úrovni nákladů vlastního kapitálu. V tomto případě musí být NOPAT snížen o placené úroky. Nejméně často se používá varianta **EVA APV** - diskontní míra byla vymezena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, ovšem při nulovém zadlužení podniku.

Jelikož za **základní případ považuji variantu entity**, budu dále pracovat pouze s diskontní mírou stanovenou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

#### **Průměrné vážené náklady kapitálu jako základ pro určení diskontní míry**

Průměrné vážené náklady kapitálu je možné vypočítat podle známého vzorce, který se dnes uvádí snad ve všech finančních učebnicích:

---

<sup>10</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 43 s. ISBN 80-86119-36-X.

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{C} + r_D \cdot \frac{D}{C} \cdot (1 - T) \quad (20)$$

$r_e$  = náklad na vlastní kapitál (return of equity)      E = vlastní kapitál (equity)  
 $r_D$  = náklad na cizí kapitál (return of debt)      D = cizí, explicitně úročený (debt)  
T = daňová sazba z příjmů právnických osob (tax)      C = kapitál celkem (capital) = E + D

Pro stanovení hodnoty WACC je důležité provést tyto kroky:

1. *„určit váhy jednotlivých složek kapitálu,*
2. *určit náklady na cizí kapitál*
3. *určit náklady na vlastní kapitál*
4. *vypočítat WACC*
5. *provést případné další úpravy.*<sup>11</sup>

#### 4.2.3.1. složek

#### Určení vah jednotlivých

Zde je důležité zdůraznit zásadu používání váhy vypočítané z **tržních hodnot**. Tento požadavek se v zahraniční literatuře považuje za téměř jednoznačný, v naší oceňovací praxi se však zcela neprosadil.

Pro výpočet WACC musíme znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, kterou je získáme jako výsledek oceňovacího procesu. Další postup je pak možný v případě, že známe konečný výsledek.

<sup>11</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 44 s. ISBN 80-86119-36-X.

Řešení tohoto problému není tak jednoduché. Máme tyto možnosti:

1. Zvolíme si cílovou strukturu kapitálu, kterou plánujeme jako stabilní pro celé plánovací období, a která je základem pro volbu vah. Musí pak platit předpoklad, že politika zadlužování či oddlužování společnosti bude nejprve podřízena nikoliv vlastnímu financování podnikových potřeb, ale hlavně nárokům plynoucím ze zvolené struktury kapitálu. Z hlediska praktických podmínek nemusí být předpoklad stabilní zvolené struktury považován za reálný.
2. Použijeme iterativních propočtů ke sladění výchozí a propočtené kapitálové struktury.
3. Pro vybrané případy je možné použít i analytické řešení Tento způsob je ale zatím jen ve stadiu výzkumu.

Opomíjení shora uvedených problémů má značný vliv na výsledek.

#### **4.2.3.2.**

#### **Náklady na cizí kapitál**

Platby vyplývající z použití cizího kapitálu jsou většinou sjednány smluvně. Úrokové náklady jsou snižovány o daňový štít, neboli o úspory z daní, které vyplývají z použití cizího kapitálu.

Lepší než využití údajů z úvěrových smluv je použít tržní údaje. Tedy, nejdůležitější informací pro stanovení nákladů kapitálu jsou údaje z kapitálového trhu o výnosnosti dluhopisů se stejnou bonitou, jako má oceňovaný podnik.

#### 4.2.3.3.

#### Náklady na vlastní kapitál

U nákladů vlastního kapitálu nejsou dohodnuty žádné pevné platby, na rozdíl od nákladů cizího kapitálu. Náklady jsou odvozovány hlavně od hodnoty dividend u akciových společností či podílů na zisku u jiných právních forem společností.

Neboť většina akciových společností v ČR žádné dividendy nevyplácí, mají mnozí dojem, že náklady vlastního kapitálu jsou buď velmi malé, nebo dokonce nulové. Koncept vlastních nákladů však má obecně dvě polohy:

- náklady kapitálu jako finanční náklad,
- náklady kapitálu jako náklady příležitosti.

V případě, že na náklady kapitálu pohlížíme z pohledu vlastníka (investora), získáme pojetí nákladů kapitálu jako nákladů příležitosti. Snažíme se tedy nalézt odpověď na otázku, jakého výnosu by mohl investor docílit při stejném riziku, pokud by investoval mimo oceňovaný podnik.

Aby bylo možné kalkulovat výnosnost přiměřenou riziku, je nutné rozkládat náklady kapitálu na dvě části:

- část odpovídající požadované odměně za odklad spotřeby, případně za ztráty, které byly při tomto odkladu způsobeny růstem cen,
- část odpovídající výši přijatého rizika.

Riziko obecně rozdělujeme na riziko:

- obchodní,

- 

finanční.

V **obchodním riziku** je zahrnuto:

- 

předpokládaná nestabilita

obratu, která může být způsobena hlavně:

→

výkyvy v poptávce,

→

měnovými faktory,

→

vývojem konkurence,

- 

a tzv. „operating leverage“,

neboli provozní páka, jejímž základem je fakt, že při kolísání obratu se náklady nemohou přeměnit ve stejném rozsahu, jelikož část nákladů má fixní charakter.

Operating leverage je do značné míry dán tím, jaká je vybavenost podniku investičním majetkem. Tato vybavenost je stanovena povahou činnosti a používanou technologií a bývá pro jednotlivé obory typická.

Obchodní riziko jako celek je možné měřit hlavně prostřednictvím rozptylu rentability počítané jako poměr NOPAT/NOA.

**Finanční riziko**, které je též vyjádřené finanční pákou (financial leverage), zesiluje riziko obchodní. Základním faktorem finančního rizika se považuje míra zadlužení. V případě, že je rentabilita aktiv vyšší, než jsou náklady na cizí kapitál, pak tedy s rostoucí mírou zadlužení roste i rentabilita vlastního kapitálu. Jelikož s vyšším zadlužením roste i výnosnost vlastního kapitálu, je možné předpokládat, že s růstem zadlužení roste i rovnoměrně nejen rentabilita vlastního kapitálu, ale též riziko investora. Růst rizika investora způsobuje růst nákladů vlastního kapitálu, a tedy se hodnota podniku nemění.

Níže uvedená rovnice, ve které jsou vyjádřeny shora popsané vztahy, které se zakládají na tržních datech a využívají známý model oceňování kapitálových aktiv. V této rovnici je zaznamenán vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností.

$$r_e = r_f + \beta \cdot [E(R_m) - r_f] \quad (21)$$

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu, z pohledu investora pak požadovaná výnosnost

$\beta$  = koeficient beta vyjadřující, zda je riziko konkrétního aktiva je větší ( $\beta > 1$ ) nebo menší ( $\beta < 1$ ) než riziko kapitálového trhu jako celku

$E(R_m)$  = očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$r_f$  = výnosnost quasi bezrizikových aktiv

$E(R_m) - r_f$  = riziková premie kapitálového trhu, která odpovídá systematickému riziku tohoto trhu. Systematickým rizikem je chápáno riziko, které je způsobeno faktory zasahujícími všechna aktiva na kapitálovém trhu. Těmito faktory jsou neočekávané změny: HDP, inflace, zahraničního obchodu, kursu měny atd.

**Data**, která jsou nutná k naplnění modelu, je možné získat:

- první možností je získání dat přímo z kapitálového trhu jako data historická, u nichž předpokládáme, že výsledky minulých let jsou též jako přiměřená prognóza do let budoucích,
- další možností je pak historická data upravit – hlavně o koeficienty  $\beta$ ,
- anebo je možné použít data obdobných podniků či průměrná data za obory, které jsme získali na kapitálovém trhu. V tomto případě hovoříme o metodě analogie,
- popřípadě je možné využít čistých odhadů, zejména koeficientů  $\beta$ , na základě znalostí o rozpětí jejich běžných hodnot a výsledků analýzy obchodního a finančního rizika.

Americké výzkumy, které se zabývaly otázkou, které faktory nejvíce působí tu část  $\beta$ , která by měla zobrazit pouze **obchodní riziko**, došly k závěrům, že statisticky důležité jsou následující faktory:

1. Provozní riziko z fluktuace hospodářských výsledků během hospodářského cyklu – toto riziko zvyšuje hodnotu koeficientu  $\beta$ .
2. Strategické riziko – zde nejistoty při realizaci dlouhodobých významných projektů zapříčiňují zvýšení  $\beta$ .
3. Způsob řízení aktiv projevující se v níže popsaných ukazatelích:

- relativně větší *pracovní kapitál* vykazující větší stabilitu ve vztahu k oběžným aktivům,
- větší *vybavenost* pracovníků investičním majetkem,
- větší průměrná *životnost* aktiv.

Čím větší jsou tyto ukazatele, tím menší bývá  $\beta$ .

4. Velikost podniku a územní diverzifikace se podílí na snížení rizika.

U podniků, kde byl koeficient  $\beta$  vypočten s velkou spolehlivostí z dat z minulých let, nejsou větší úpravy již nutné. Výjimkou je pouze případ, kdy musíme předpokládat, že se u podniků značně změnil některý z výše uvedených faktorů. Pak je tedy vhodné provést úpravu historických  $\beta$  na základě odhadu.

Převažuje ovšem případ používání metody analogie, kde přebíráme oborová  $\beta$  nebo  $\beta$  jiných podniků. V tomto případě je potřebné promítnout výraznější rozdíly ve shora uvedených faktorech mezi oceňovaným a srovnávaným podnikem.

V našich podmínkách se musí použít metoda odhadu, je-li k dispozici dostatek dat, pak je možné pracovat například s vícenásobnou regresí.

Další možnou metodou pro určení nákladů vlastního kapitálu je stavebnicová metoda, jejíž základní princip je podobný jako u modifikací modelu oceňování kapitálových aktiv. Zde jsou náklady vlastního kapitálu opět dány součtem bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky. **Riziková přírážka** se obvykle stanovuje dle těchto zásad:

1. *„Přirážku kalkulujeme jako součet dvou položek – přírážky za obchodní a přírážky za finanční riziko.*
2. *Kalkulace obou přírážek zahrnuje jak systematické, tak nesystematické riziko. Jinak řečeno, obě rizika nejsou odlišná.*
3. *Obchodní i finanční riziko bývají kalkulovány:*



- *v určitém, obecně předpokládaném rámci. Tento rámec lze orientačně vymezit rozpětím 2 až 25%. Největší přírážka je vhodná pro malé podniky jednotlivců s krátkou minulostí a nepříliš jednoznačnou budoucností. Podotýkáme, že hovoříme o standardní ekonomice. U podniků tzv. nové ekonomiky zřejmě, alespoň zatím, dosavadní pravidla neplatí.*
- *Obchodní riziko je zpravidla kalkulováno opět stavebnicovou metodou, kde je výsledná přírážka dána součtem dílčích položek. Tyto položky jsou stanovovány na základě analytického posouzení vlivu řady dílčích faktorů, například:*
  - a) cykličnost obsluhovaného trhu,*
  - b) úroveň konkurence na trhu,*
  - c) velikost podniku*
  - d) územní diverzifikace,*
  - e) provozně podmíněná rizika:*
    - podíl fixních nákladů na celkových nákladech,*
    - vybavenost pracovníků investičním majetkem v relaci a konkurenci,*
    - modernost (zastaralost) a životnost investičního majetku.*
- *Finanční rizika jsou dána především:*
  - mírou zadlužení,*
  - větším podílem pracovního kapitálu na oběžných aktivech oproti konkurenci.“<sup>12</sup>*

Kalkulaci provádí znalec podle dostupnosti potřebných údajů, které také ovlivňují, jak moc bude podrobná. Riziková přírážka musí být dostatečně zdůvodněna.

---

<sup>12</sup> MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. 48 s. ISBN 80-86119-36-X.

## **5. Představení společnosti Škoda Auto a.s.**

Firma Škoda Auto a.s., která je součástí koncernu Volkswagen Group AG (od roku 1991), patří mezi nejvýznamnější firmy v České republice. Firmu tvoří mateřská společnost se sídlem v Mladé Boleslavi a dvěma pobočnými závody ve Vrchlabí a Kvasinách (v rámci České republiky je zaměstnáno skoro 28 tisíc lidí), a několika dceřinými společnostmi v Evropě – v Německu (ve Weiterstadtu), Škoda Auto Deutschland GmbH; na Slovensku (v Bratislavě), Škoda Auto Slovensko, s.r.o.; v Polsku (v Poznani) – Skoda Auto Polska S.A. a dále pak jednou společností v Asii, přesněji řečeno v Indii, provincii Maharasthra, městě Aurangabadu – Skoda Auto India Private Limited. Dále pak společnost vlastní významný podíl ve společnosti OOO Volkswagen Group Rus (v Kaluze).

Předmětem činnosti firmy je zejména vývoj, výroba a prodej osobních automobilů, komponentů, originálních dílů, příslušenství a servisních služeb. Dceřiné společnosti v Evropě se zabývají nákupem a prodejem vozů, originálních dílů a příslušenství. Dceřiná společnost v Indii kromě již výše zmíněného nákupu a prodeje vozů, originálních dílů a příslušenství se zabývá výrobou vozů. Dováží se sem rozložené vozy, které jsou zde montovány dle požadavků indického trhu. Společnost OOO Volkswagen Rus se též zabývá nákupem, výrobou a prodejem vozů, originálních dílů a příslušenství.

Škoda Auto a.s. působí na více jak 100 trzích na celém světě, kde prodává své vozy. Proto také v České republice patří mezi nejvýznamnější importéry s podílem exportu 7%. V roce 2009, i přes celosvětovou finanční krizi, firma prodala téměř 700 tisíc vozů (včetně vozů z partnerských závodů). Ve své nabídce má šest modelů, které vyrábí dle požadavků

zákazníků – model Fabia s verzí limuzína nebo kombi, model Roomster ve verzi limuzína, dále pak modely Octavia a Octavia Tour, oba modely ve verzi limuzína nebo kombi, dalším modelem je model z řady SUV, Yeti, který se vyrábí ve verzi limuzína a v neposlední řadě model Superb, který je od loňského roku k dostání nejen ve verzi limuzína, ale též i kombi.

### **5.1. Historie firmy Škoda Auto a.s.**

Více než stoletá historie mladoboleslavské automobilky je spjata s dějinami nejen československého, českého, ale i světového automobilismu. Nyní je Škoda opět, po letech politicky vynucené stagnace, na vrcholu a znak s okřídleným šípem znovu znají lidé po celém světě. Za celou bohatou historii značky vyjela z Mladé Boleslavi celá řada zajímavých automobilů, které mnohdy zaujaly laickou veřejnost svým vzhledem a praktičností i odborníky svoji originální konstrukcí a technickou vyspělostí.

Prvním impulsem k podnikatelské činnosti byla neblahá zkušenost boleslavského knihkupce Václava Klementa s bicyklem firmy Seidel a Neumann. Když se mu jeho stroj porouchal, napsal do zastoupení firmy v Ústí nad Labem a požádal o opravu. V rohu jeho česky napsaného dopisu bylo stručné oznámení německy napsané. Zde stálo: „Pokud od nás chcete odpověď, požadujeme, abyste s námi komunikoval v němčině a ne v češtině, které nerozumíme.“ Tím k založení vlastní firmy byl už jen krůček (1894). Hledání vhodného objektu k podnikání zabraly více než rok.

V prosinci 1895 byly zhotoveny první bicykly firmy V. Laurin a V. Klement, a to pod vlasteneckou značkou Slavia. V této době ve firmě pracovalo 7 lidí, včetně obou zakladatelů.

Založení firmy provázely i problémy s úřady a teprve v červenci 1897 byly vyřízeny poslední papírové formality (zápis do obchodního rejstříku, obhájení charakteru výroby, ...).

Sortiment kol musel vyhovovat co nejširší vrstvě klientů, proto se vyrábělo několik typů a jejich modifikací: cestovní kolo, kolo pro těžší jezdce, pro dámy, chlapce, děvčata, pro sportovní účely, atd.

Při poznávací cestě do Francie r. 1898 okouzila Klementy motorová dvoukolka, která se stala podnětem pro rozšíření sortimentu. Na podzim 1899 odstartovala slávu jejich motorová dvoukolka. Motocyklové opojení, jež Evropu zasáhlo počátkem století, se podařilo zužitkovat, a firma se rychle rozvíjela. V letech 1899 – 1910 uvedla firma na trh několik typů jedno a dvouválcových a dokonce i jeden čtyřválcový motocykl, celkem téměř čtyři tisíce kusů. Rychlý rozvoj firmy, umocněný sportovními úspěchy, umožnil vstoupit do výroby automobilů. První pokus o dvoustopé vozidlo sice uskutečnili již v roce 1901, ale jednalo se o vozík postavený z motocyklových dílů. S rozšiřováním sortimentu a produkce motocyklů souvisel opadající zájem o jízdní kola, jejichž výrobu proto firma roku 1905 ukončila, čímž si zároveň uvolnila ruce pro vývoj automobilů. Ještě téhož roku bylo vyrobeno několik zkušebních vozů, jež dostaly název Voiturette A. Písmena se používala k označování prototypů až do dvacátých let, kdy se přešlo k číselnému značení.

V roce 1907 se firma transformovala na akciovou společnost, přičemž V. Klement se stal generálním a V. Laurin technickým ředitelem. Tato změna umožnila další expanzi podniku a vozy se dařilo vyvážet téměř do celého světa. V roce 1912 převzala mladoboleslavská firma pod svá křídla libereckou fabriku RAF, čímž získala nejen její produkci, ale především její licenci na výrobu šoupátkových motorů Knight. Byly přibírány i další firmy z okolí, a tak se výroba postupně rozšířila i na pluhy a traktory.

Do výroby značně zasáhla první světová válka, která ji podřídila dodávkám vozů a střeliva pro rakousko-uherskou armádu. Je více než výmluvné, že nejvíce vozů, s prudkým nárůstem v letech 1914 – 1917, odebíraly Dolní Rakousy. Osamostatnění československého státu znamenalo i ztrátu velkých „domácích“ trhů rozpadající se monarchie. V. Klement už před válkou vyhlížel vhodného partnera, a v nynější nelehké hospodářské situaci k tomu byl víceméně donucen. Nejlepším partnerem byla největší zbrojovka monarchie – Škoda Plzeň. V roce 1925 došlo ke spojení mladoboleslavské automobilky se Škodovými závody v Plzni.

Automobilové oddělení vzniklo v Plzni již roku 1919, ale teprve převzetím továrny v Boleslavi získalo na významu. V. Klement byl fúzí spokojen a stal se generálním radou (jeho funkce byla spíše čestná, bez velkého vlivu rozhodovat). Samostatná firma L&K byla tedy koncem roku 1925 vymazána z obchodního rejstříku, její logo se ale používalo na chladičích vozů dále, doplněné o nový emblém – okřídlený šíp. Automobilka získala posléze (1930) jistou míru svébytnosti a začala fungovat pod obchodním jménem ASAP.

Do Boleslavi byla z Plzně částečně převedena licenční výroba velké reprezentační limuzíny Hispano-Suiza. Modernizace závodu umožnila sériovou produkci a do výroby bylo zavedeno několik nových typů, pod novým označením, používaly se 3 číslice. Ve třicátých letech vznikla i řada prototypů, které se dostaly do sériové výroby. Zkoušely se motory chlazené vzduchem, vodou, motory uložené vpředu i vzadu. Nejmenší z těchto vozů, zkonstruovaný v letech 1936/1937, dostal i slovní pojmenování Sagitta, jeho vývoj se tehdy dostal nejdále.

Hospodářskou krizi na počátku 30. let se bez větších potíží podařilo překonat, ovšem druhá polovina tohoto desetiletí byla méně šťastná. Proto už v té době vzniklo několik návrhů vozů určených pro armádu. V zásadě se jednalo o úpravy sériových vozů odvozených od typu Superb.

Postupnými přesuny byl podnik v létě 1939 kapitálově začleněn do Reichswerke Hermann Göring. V roce 1942 byla utvořena holdingová společnost Waffen Union Škoda – Brünn. Výroba se rychle přeorientovala na nové podmínky: Vyráběly se nábojnice, dělostřelecké granáty, součástky do letadla, chladiče pro BMW, motory pro traktory, atd. Civilní výroba každým rokem klesala, úměrně tomu, jak rostla válečná produkce.

V posledních dnech války, resp. 1. den po podepsání kapitulace, německá Luftwaffe vybombardovala mladoboleslavský podnik. Za velkého úsilí se ale podařilo už koncem května částečně rozběhnout výrobu a v červnu vyjely první vozy – Popular 1101 (který prošel modernizací, oproti předválečnému modelu).

V roce 1945 byl podnik znárodněn a mladoboleslavská automobilka vyčleněna jako samostatný podnik. Během následujících let byly k podniku přičleněny i výrobní závody

ve Vrchlabí a v Kvasinách (ve Vrchlabí se provádělo karosování různých vozů a v Kvasinách byla automobilka Jawa).

Totální rekonstrukcí a modernizací prošla automobilka na počátku 60. let. KSČ, vedoucí síla ve státě, již mnoho let toužila po „lidovém voze“, proto 1955 se začala vyrábět Škoda 440 (Spartak), jeho modernizací pak Octavia (1959). Ovšem vývoj šel dále a na trh se dostala Škoda MB 1000, která byla velmi kladně hodnocena i v zahraničí. Ani po náběhu Škoda MB 1000 vývoj neustal a proto roku 1982 byl dán prostor pro vývoj nové řady 780 – Favorit. V roce 1987 byl vůz slavnostně představen.

Po dlouho očekávaném sebezničení hospodářsko-politickém systému, byla potřeba inovace a navázání nových obchodních kontaktů. Proto se pro mladoboleslavskou automobilku hledal silný zahraniční partner. První jednání začala již koncem roku 1989. Jako nejlepší partner byla vyhodnocena nabídka Volkswagenu, který na jaře 1991 zakoupil základní balík akcií nově vzniklé automobilové společnosti. Jeho podíl zpočátku činil 30%, později narostl na 70%. Od roku 2000 je koncern VW 100% vlastníkem, když mu vláda České republiky odprodala zbylých 30%.

Změna partnera přinesla spoustu nových vozů. Nejprve prošel omlazovací kúrou Favorit (1993) a na trh vstoupil jako Škoda Felicia (1994). O dva roky později byl představen model střední třídy Škoda Octavia. V roce 1999 se zájemci dočkali nového zástupce nižší třídy – Fabie. V září roku 2001 byl na IAA ve Frankfurtu představen nový vůz, Škoda Superb.

Škoda Superb, navazující na tradici velkých luxusních limuzín, sjíždí z výrobních pásů od roku 2002. V první polovině roku 2004, po velkém očekávání a dlouhých diskuzích, byla představena nová Octavia, vedle které se bude ještě nějakou dobu starší verze vyrábět.

V roce 2006 ŠKODA Auto vstoupila modelem Roomster do pro ni nové, ale na trhu rychle rostoucí kategorie MPV. Design vozu je odvážný, ale atraktivní. S nástupem nového vedení koncernu VW se mění i jeho filozofie a tak se můžeme těšit na odvážnější mladší design. Dalším příkladem změny je nová generace Fabie (2007). Superb nové generace opustil výrobní linku v Kvasinách v březnu 2008 a v červnu 2009 přišla

ŠKODA AUTO na trh s novým vozem řady SUV – Škoda Yeti. V září 2009 byl na frankfurtském autosalonu představen vůz Škoda Superb Combi, který ještě v listopadu téhož roku byl uveden do sériové výroby. Na jaře 2010 se začal vyrábět omlazený Roomster a Fabie nové generace (též po omlazení).

## **5.2. Struktura společnosti**

Struktura společnosti Škoda Auto a.s. je liniově štábní. U liniově štábního řízení se snoubí dva způsoby řízení - liniový, kde podřízený dostává úkoly od nadřízeného, případně od několika nadřízených, dle pozice podřízeného. Nachází se zde též štábní jednotky, které plní podpůrnou funkci. Všechny tyto jednotky mají společné plánování, controlling, nákup, účtárnu a služby.

Vrcholnou výkonnou úroveň ve Škoda Auto a.s. je sedmičlenné představenstvo firmy, které plní strategické záměry dozorčí rady. V představenstvu za různé oblasti jsou pánové: Jung (oblast G), Krause (oblast E), Hell (oblast N), Fleger (oblast P), Scholz (oblast T), Dierkes (oblast Z) a pozice vedoucího oblasti V je v současné době neobsazena, zastupuje ji předseda představenstva a vedoucí oblasti G, pan Jung. Od 1. 8. 2010 se stanem vedoucím oblasti V (oblast výroby a logistiky) pan Michael Oeljeklaus.

## **6. Implementace ukazatele ekonomické přidané hodnoty ve firmě Škoda Auto a.s**

### **6.1. Milníky ve vývoji ekonomické přidané hodnoty ve společnosti Škoda Auto a.s.**

„Koncernový vývoj“ pro firmu Škoda Auto a.s. započal již v roce 1993, kdy celkově pozitivní bilance byla ovlivněna úspěšnou strategií. Prvním krokem byla redukce nákupních cen s využitím množstevního efektu. Dalším neméně důležitým krokem bylo zavedení platformové strategie, díky níž bylo možné nabídnout zákazníkům nové modely, aniž by se zvyšoval počet dílů a komponent (pozn. platformová strategie je stále ještě používána, ale v budoucnu bude nahrazena modulovou strategií, která má odhalit další možnosti snížení nákladů). Target-Costing pomohl při snižování vývojových nákladů, aby nové modely a agregáty zůstaly pro zákazníky cenově dostupné a přitom pro firmu rentabilní. Federalismus a vývojová strategie výrobku vedly ke zvýšení vnitrokoncernové produktivity. Další neméně zásadní bylo odkrytí nových segmentů na nových trzích. Došlo k novému uspořádání odbytu, který se začal více zaměřovat na zákazníka, a též se posílila síť dealerů, čímž došlo k posílení pozice a konkurenceschopnosti.

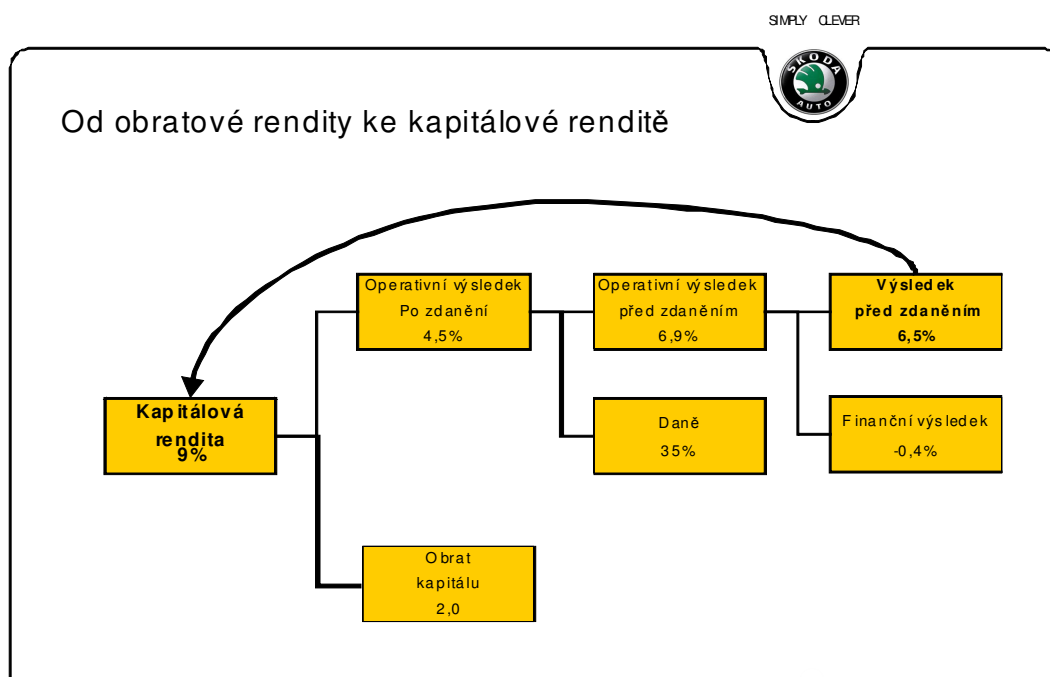
Samozřejmě, že všechny tyto změny nevedly pouze ke zlepšení, ale odkryly i „slabá“ místa ve formě zvýšených nákladů, např. rozmanitost trhu vedla ke zvýšené komplexnosti a vyššími náklady na řízení.

Klasické ukazatele firmy, které jsou nadále používány patří např. obrátová rendita (rentabilita), zisk, cash-flow, atd. Tyto ukazatele jsou snadno dostupné a srozumitelné.



Výhody těchto ukazatelů spočívají v tom, že se dají přímo odvodit z účetnictví, jsou srozumitelné a jednoduše použitelné jako srovnávací veličina. Jejich nevýhodou je, že se v nich nezohledňuje výše vynaloženého kapitálu, očekávání a nároky akcionářů. Proto se následně obrátová rendita rozšířila o vložený kapitál. Výsledkem pak je ukazatel rentability vloženého kapitálu, který se počítá jako součin operativního výsledku po zdanění a obrátu investovaného kapitálu. Jinak řečeno, operativní výsledek po zdanění musí pokrývat náklady na kapitál.

Obr. č. 5



Přechod z obrátové rentability ke kapitálové rentabilitě

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s*

Obrázek č. 6



### Rentabilita vloženého kapitálu (Kapitálová rendita)

$$\begin{array}{ccc}
 \boxed{\frac{\text{ZDANĚNÝ ZISK}}{\text{OBRAT}}} & \times & \boxed{\frac{\text{OBRAT}}{\text{INVESTOVANÝ KAPITÁL}}} = \boxed{\frac{\text{ZDANĚNÝ ZISK}}{\text{INVESTOVANÝ KAPITÁL}}} \\
 \text{Obratová rendita} & \times & \text{Obrat kapitálu} = \text{Kapitálová rendita} \\
 \text{v \%} & & \text{v \%}
 \end{array}$$

Udává, kolik milionů korun vyděláme na každý jeden milion investovaného kapitálu.

55

### Rentabilita vloženého kapitálu

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s*

Ukázalo se, že ekonomická přidaná hodnota je nejkomplexnějším a tedy nejvhodnějším ukazatelem pro akcionáře. Od roku 2004 se používá ukazatel EVA v rámci celého koncernu Volkswagen Group.

## 6.2. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty ve Škoda Auto a.s.

Podnik může dosáhnout obrátové rendity 10 a více procent, a to i přesto nemusí být likvidní. Větší vypovídající schopnost, dle níž se dá měřit úspěch, je výše zúročení investovaného kapitálu. Zde platí interní cíl v rámci koncernu 9%.

(Pischetsrieder, Bernd, 2002)<sup>13</sup>

Ve Škoda Auto a.s. se pro zjištění přírůstku hodnoty společnosti používá ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Pro zjištění hodnoty EVA se používá výpočet, který je upravený dle metodiky koncernového controllingu.

<sup>13</sup> Škoda Auto a.s., *interní zdroj*. Mladá Boleslav, 2010

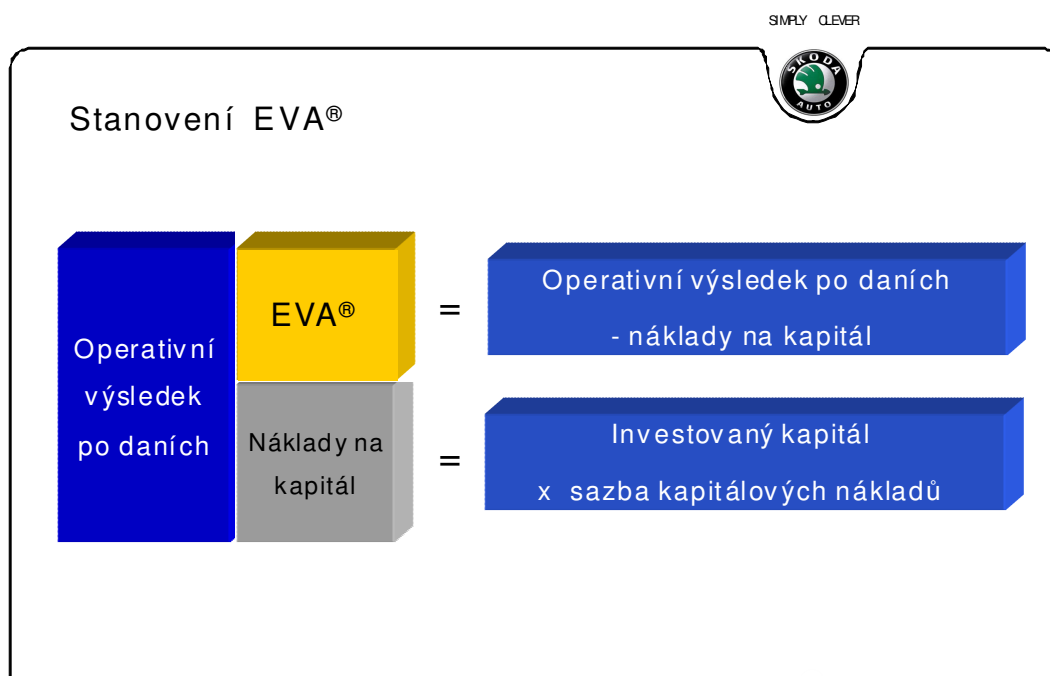
Obr. č. 7



Nejjednodušší pojetí výpočtu ekonomické přidané hodnoty

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

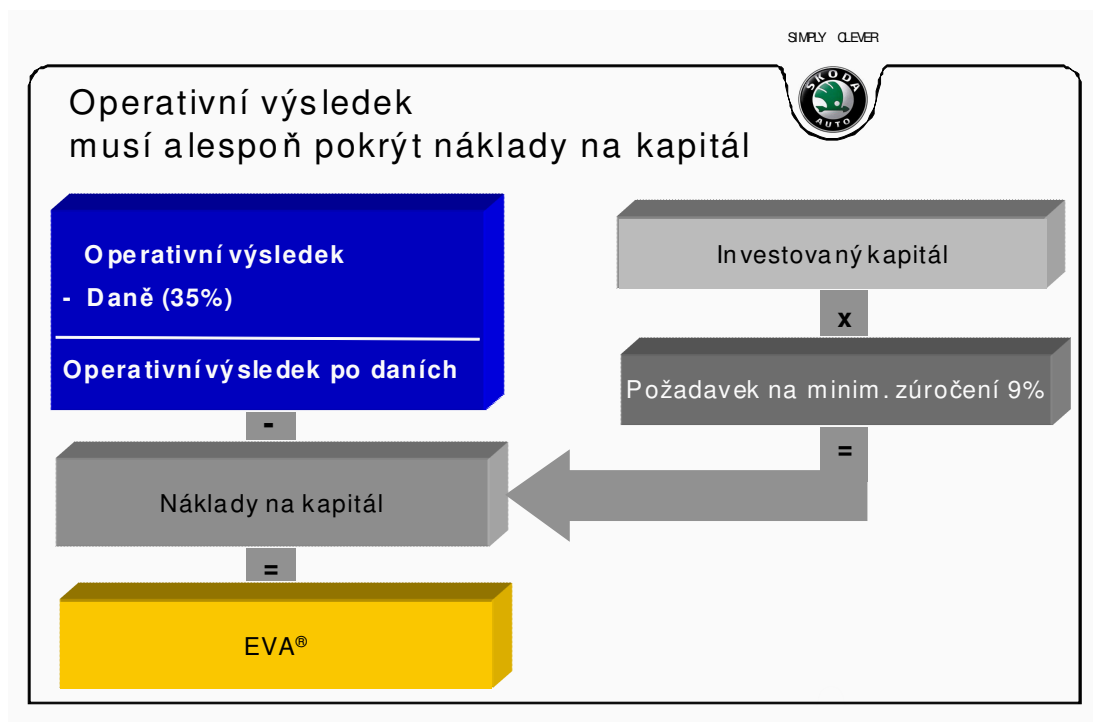
Obr. č. 8



Další pojetí stanovení ekonomické přidané hodnoty

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

Obr. č. 9



Stanovení ekonomické přidané hodnoty přes operativní výsledek - detail

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

Zde je již ve výpočtu zakomponovaný celokoncernový požadavek na minimální zúročení 9% (jedná se o průměrné vážené náklady kapitálu, neboli WACC). Tato sazba se používá v rámci koncernu Volkswagen. V méně stabilních regionech je požadavek na zúročení vyšší z důvodu vyšší rizikovosti vloženého kapitálu.

### Investovaný kapitál

Podniková aktiva tvoří investiční majetek, zásoby, pohledávky z dodávek a výkonů a neinvestiční majetek (software). Do aktivovaných předvýkonů se zde zahrnují především vývojové náklady a do neúročeného cizího kapitálu se zahrnují závazky z dodávek a výkonů a dále pak předem přijaté platby.

Obr. č. 10



## Investovaný kapitál pro stanovení EVA



Investovaný kapitál pro stanovení ekonomické přidané hodnoty

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

### Náklady na kapitál

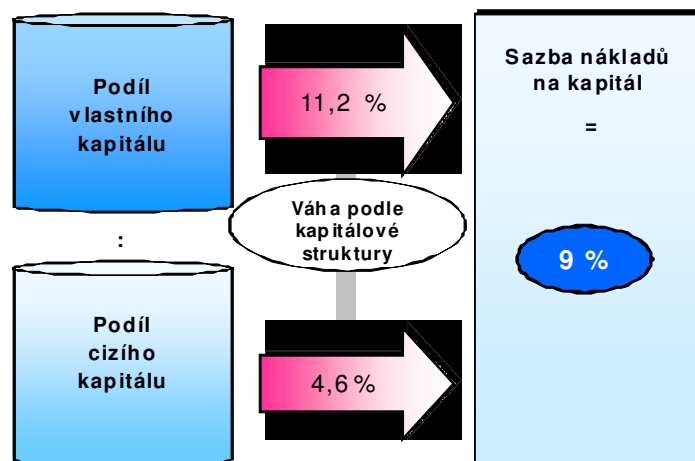
Další důležitou položkou pro výpočet ekonomické přidané hodnoty jsou náklady na vlastní a cizí kapitál. Při výpočtu vlastního kapitálu se vychází z oceňování kapitálových aktiv (model CAMP – Capital Assets Pricing Model). Tento model vystihuje vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností. Systematické riziko vzniká z neočekávaných změn v ekonomice, např. změny HDP, inflace, měnového kurzu atd. Náklady cizího kapitálu vychází z úrokové sazby 7%, od které se odečte daňová výhoda (tzv. daňový štít), která činí 2,4%. Náklady na cizí kapitál tedy činí 4,6%. Dále se musí určit váhy jednotlivých složek kapitálu, které se zjišťují na základě tržních hodnot. Tento poměr je nazýván finanční pákou. Dle metodiky koncernu byly stanoveny váhy v poměru 2:1 a na základě těchto vah pak vypočítána sazba kapitálových nákladů ve výši 9%.

Obr. č. 11



## Náklady na kapitál

Způsob financování firmy ovlivňuje výši nákladů na kapitál



Náklady na kapitál

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

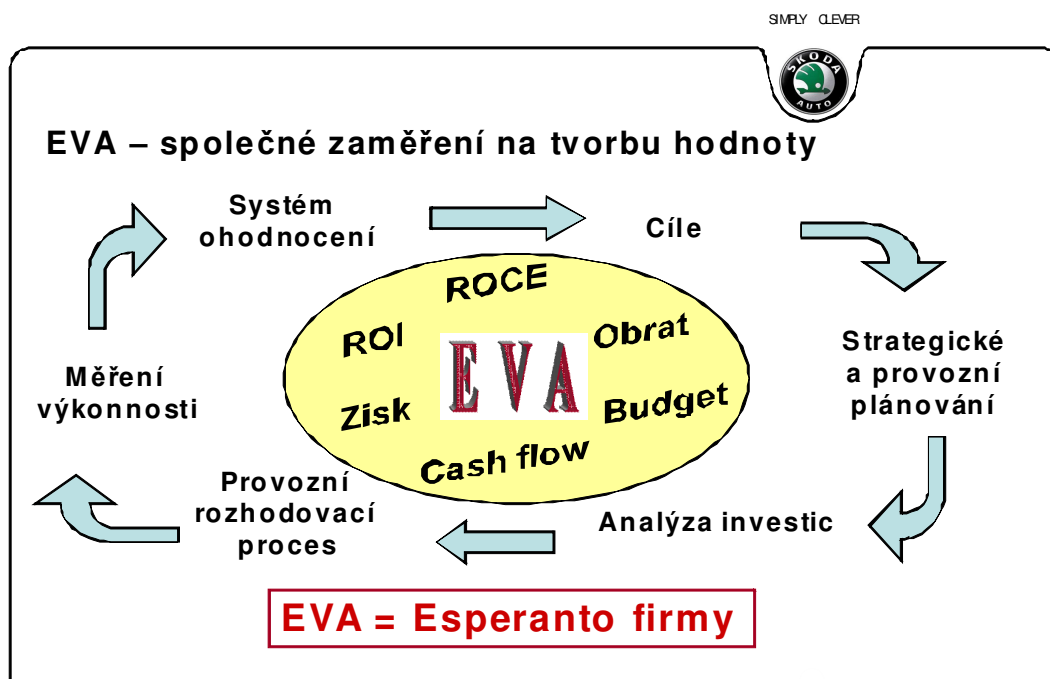
Následující obrázek zobrazuje koloběh vývoje a rozmanitost ukazatelů v rámci firmy. EVA zde slouží jako zastřešující ukazatel, který v sobě v konečné fázi obsahuje všechny dílčí cíle firmy (finanční, výrobní, odbytové, kvalitativní, marketingové, atd.).

## Struktura hybné páky EVA

Následující obrázek popisuje „koloběh“ ekonomické přidané hodnoty ve firmě. Je zde znázorněno, jak všechna oddělení firmy zasahují do vzniku hodnoty EVA. Vše „začíná“ vytyčením cílů, kterých by firma chtěla dosáhnout. Po vytyčení cílů dochází ke strategickému a provoznímu plánování (jak daných cílů dosáhnout), dále se provádí analýza investic (zda jsou kapacity a rozmístění výroby optimální). Dalším krokem v koloběhu je provozní rozhodovací proces, kde již dochází k samotné realizaci a po realizaci přichází kontrola, neboli měření výkonnosti. Na závěr koloběhu se ohodnotí, zda byly cíle dosaženy a porovnává se, jak byly na začátku cíle naplánovány, zda byl plán reálný či nikoliv a opět se stanovují nové cíle, kterých budeme chtít dosáhnout. V případě,

že stanovené cíle nebyly dosaženy, hledá se důvod, proč byl výsledek horší a vytváří se opatření pro budoucí zlepšení. V případě, že cílů bylo dosaženo nebo že výsledek byl dokonce lepší, nalezneme místo, kde byl při plánování pro nás skrytý potenciál, a snažíme se nalézt nové potenciály pro stanovení nových cílů.

Obr. č. 12



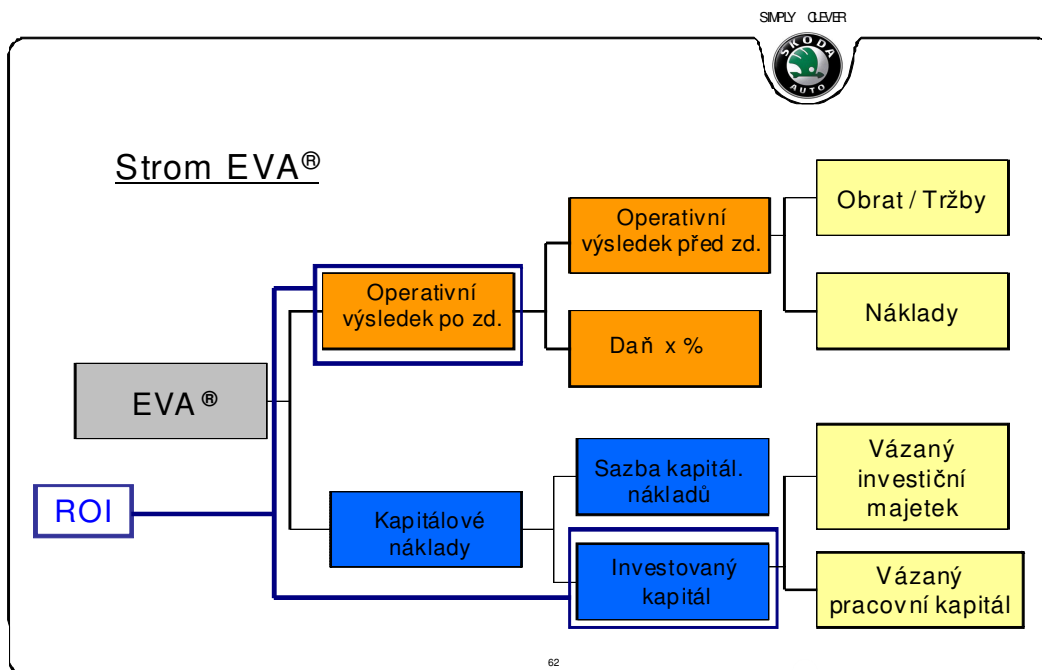
Struktura hybné páky

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

Na dalších obrázcích je znázorněn „strom EVA“ – je zde jinak znázorněno, jak do vzniku výsledku ekonomické přidané hodnoty zasahují všechna oddělení ve firmě. Na první obrázku je znázornění obecnější postup, na druhém již konkrétní, s popsányými možnostmi zásahů pro zlepšení výsledku ekonomické přidané hodnoty.

Obr. č. 13

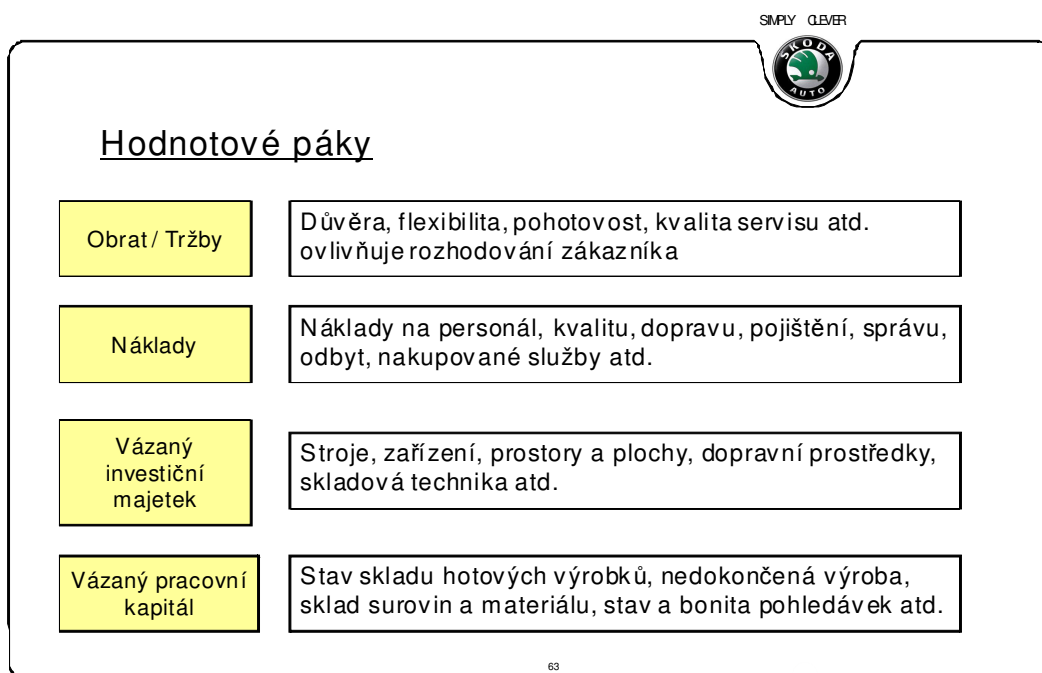




Strom ekonomické přidané hodnoty

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

Obr. č. 14



Hodnotové páky

*Zdroj: interní materiály Škoda Auto a.s.*

## 7. EVA ve výpočtu projektu

Tab. č. 3

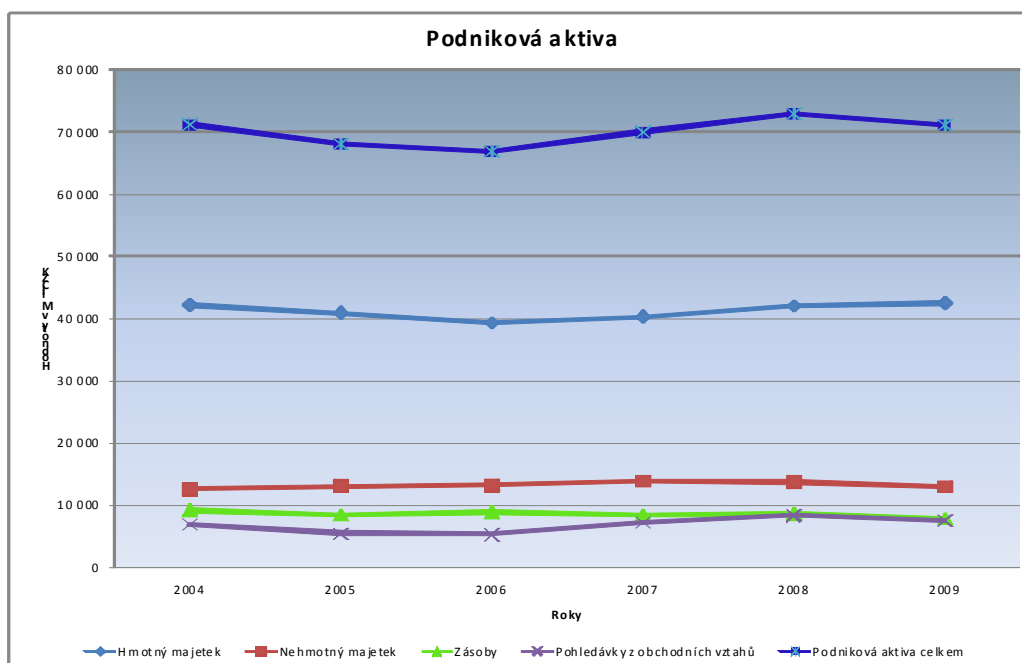
Investovaný kapitál						
v Mil. CZK	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>1. Podniková aktiva</b>						
- Hmotný majetek (pozemky, budovy, zařízení)	42 236	40 954	39 298	40 323	41 999	42 541
- Nehmotný majetek	12 602	13 088	13 233	13 908	13 779	12 967
- Zásoby	9 232	8 455	8 919	8 454	8 662	7 850
- Pohledávky z obchodních vztahů	7 048	5 520	5 359	7 268	8 452	7 635
<b>Podniková aktiva celkem</b>	<b>71 118</b>	<b>68 017</b>	<b>66 809</b>	<b>69 953</b>	<b>72 892</b>	<b>70 993</b>
<b>2. Neúročený cizí kapitál</b>						
- Závazky z obchodních vztahů, bez závazků z factoringu	19 088	17 772	17 158	18 106	16 727	18 359
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	<i>19 904</i>	<i>18 670</i>	<i>18 132</i>	<i>19 235</i>	<i>17 050</i>	<i>19 118</i>
<i>Factoring</i>	<i>-816</i>	<i>-898</i>	<i>-974</i>	<i>-1 129</i>	<i>-323</i>	<i>-759</i>
<b>Neúročený kapitál celkem</b>	<b>19 088</b>	<b>17 772</b>	<b>17 158</b>	<b>18 106</b>	<b>16 727</b>	<b>18 359</b>
<b>Investovaný kapitál (konec roku)</b>	<b>52 030</b>	<b>50 245</b>	<b>49 651</b>	<b>51 847</b>	<b>56 165</b>	<b>52 634</b>
<b>Ø Investovaný kapitál</b>	<b>52 030</b>	<b>51 138</b>	<b>49 948</b>	<b>50 749</b>	<b>54 006</b>	<b>54 400</b>

## Investovaný kapitál v letech 2004 – 2009

Zdroj: výroční zprávy společnosti Škoda Auto a.s. za uvedené roky

Data jsou vybrána z výročních zpráv Škoda Auto a.s. za roky 2004 – 2009. Pro stanovení výše investovaného kapitálu jsem musela vyhledat následující položky z rozvahy firmy. Z aktivní strany bilance jsem použila tyto položky: hmotný majetek (tzn. budovy, pozemky, stroje a zařízení), nehmotný majetek včetně aktivovaných vývojových nákladů, zásoby a pohledávky z obchodních vztahů. Od těchto vybraných aktiv jsem odečetla neúročený cizí kapitál, který jsem získala z pasivní strany bilance, a který představuje závazky z obchodních vztahů. Tím jsem získala hodnoty investovaného kapitálu k 31. 12. daného roku. Aby hodnota investovaného kapitálu v každém roce byla reálnější, použila jsem jednoduchý výpočet pro získání průměrné hodnoty, tu jsem vypočítala jako průměr dvou po sobě jdoucích koncových hodnot.

Obr. č. 15



Vývoj podnikových aktiv v letech 2004 – 2009

Vývoj aktiv je ve všech pro mě dostupných materiálech (výroční zprávy) popsán nejdůkladněji.

Rok 2004 - stálá aktiva pokryta z 80% vlastním kapitálem; celková aktiva se zvýšila o 8,6%; hodnota dlouhodobého majetku se snížila vlivem nižších investic; došlo ke zvýšení stavu zásob z důvodu souběžné výroby „staré“ a „nové“ Octavie.

Rok 2005 - přes značné investice do rozšíření závodu v Kvasinách a rozvoje Technologického centra Česana došlo k poklesu stavu dlouhodobých aktiv → podílel se na tom nižší přírůstek dlouhodobých hmotných a nehmotných aktiv oproti odpisům; v tomto roce též došlo k poklesu stavu zásob o 11,4% díky optimalizaci logistických procesů.

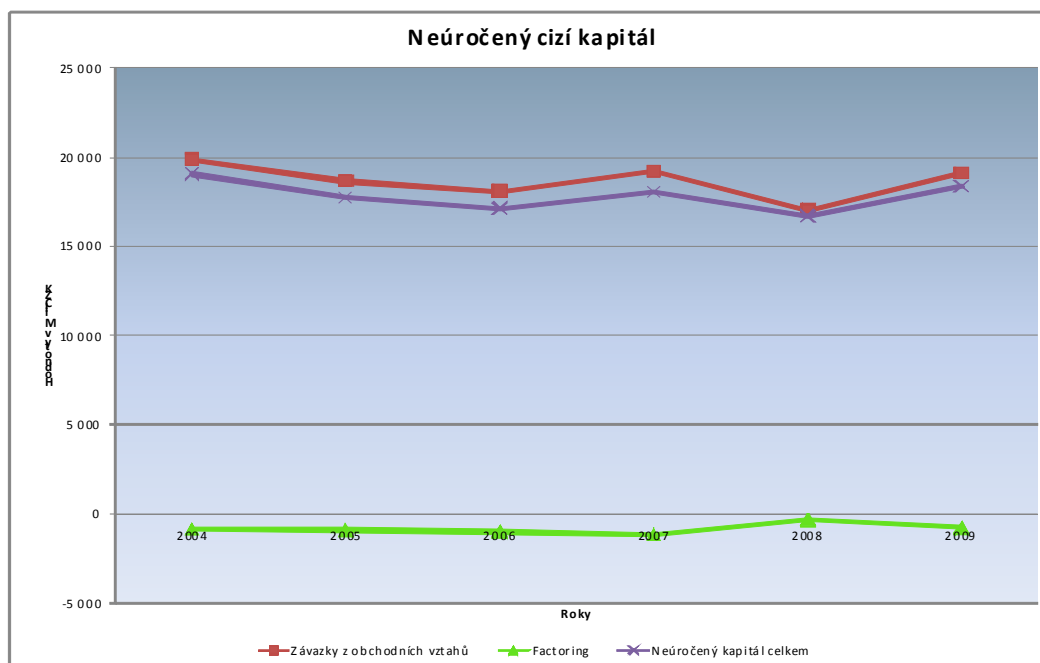
Rok 2006 - nedošlo k radikálním změnám u aktiv (firma není úvěrově zatížena, v budoucnu by nemělo dojít k významné změně kapitálové struktury); došlo k mírnému poklesu aktiv → příčinou je časový posun mezi používáním majetku a jeho odepisování – model Roomster; krátkodobá aktiva se zvýšila z důvodu nárůstu peněžních prostředků a jejich ekvivalentů; ostatní pohledávky a aktiva i přes nárůst prodejů zůstala nezměněná; stabilizace stavu zásob; pohledávky poklesly o 11,7% (příčinou je širší použití faktoringových spol.).

Rok 2007 - krátkodobá i dlouhodobá aktiva se moc nezměnila; nárůst krátkodobých aktiv z důvodu nárůstu krátkodobých půjček; zvýšení pohledávek z důvodu časového posunu mezi vyrovnáním s faktoringovými společnostmi; zvýšení zásob z důvodu rozšíření produktové palety.

Rok 2008 – u dlouhodobých aktiv byl zaznamenán růst o 5,7% (příčinou byla investice do nových projektů); u krátkodobých aktiv došlo k navýšení o 5,8% (a to hlavně v důsledku nárůstu reálné hodnoty derivátových kontraktů za účelem zajištění měnového rizika); zaznamenán byl nárůst u zásob o 11,8% (z důvodu sníženého odbytu ke konci roku – finanční krize) a u pohledávek z obchodních vztahů o 18,8% (nárůst objemu dodávek do montážního závodu Volkswagen Group Rus.

Rok 2009 – dlouhodobá aktiva zaznamenala mírný pokles o 1,6% a krátkodobá aktiva poklesla celkově o 5%; zásoby byly sníženy o 22,9%; tento vývoj souvisel s plánovaným omezením výroby a vyprodáním skladových zásob vozů především v důsledku zavedení šrotového; pokles pohledávek z obchodního styku o 9,3% je výsledkem optimalizace provozního kapitálu.

Obr. č. 16

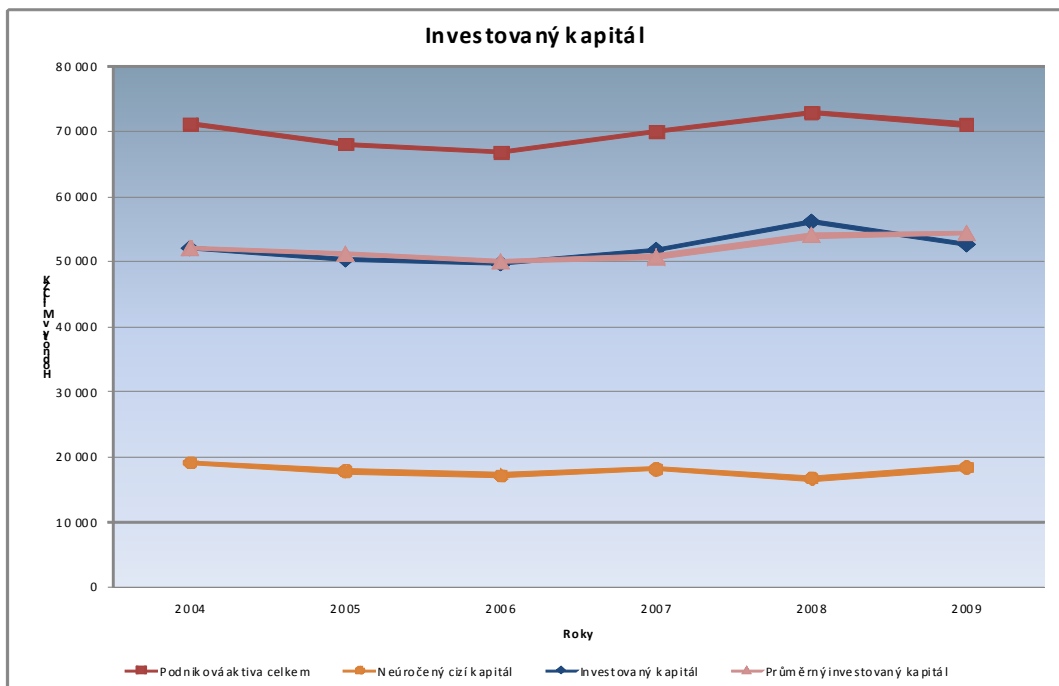


Vývoj neúročeného cizího kapitálu v letech 2004 – 2009

*Zdroj: výroční zprávy společnosti Škoda Auto a.s. za uvedené roky*

Vývoj neúročeného cizího kapitálu je v celém sledovaném období poměrně stabilní. Pouze v roce 2008 je patrný vliv světové hospodářské krize (díky nižší poptávce došlo ke snížení výroby a tím ke snížení závazků z dodávek a výkonů).

Obr. č. 17



#### Vývoj investovaného kapitálu v letech 2004 - 2009

*Zdroj: výroční zprávy společnosti Škoda Auto a.s. za uvedené roky*

V průběhu let 2004 – 2009 došlo k několika velkým investicím, které ovlivnily vývoj investovaného kapitálu. Největšími investicemi bylo rozšíření závodu v Kvasinách, rozvoj nového Technologického centra Česana a výstavba vzdělávacího centra na Karmeli. Všechny tyto investice byly poměrně rozložené do sledovaných let, a tudíž nedošlo k žádnému výraznému výkyvu oproti jiným rokům. Aktiva a pasiva jsou popsána pod grafem č. 1 a pod grafem č. 2.

Tab. č. 4

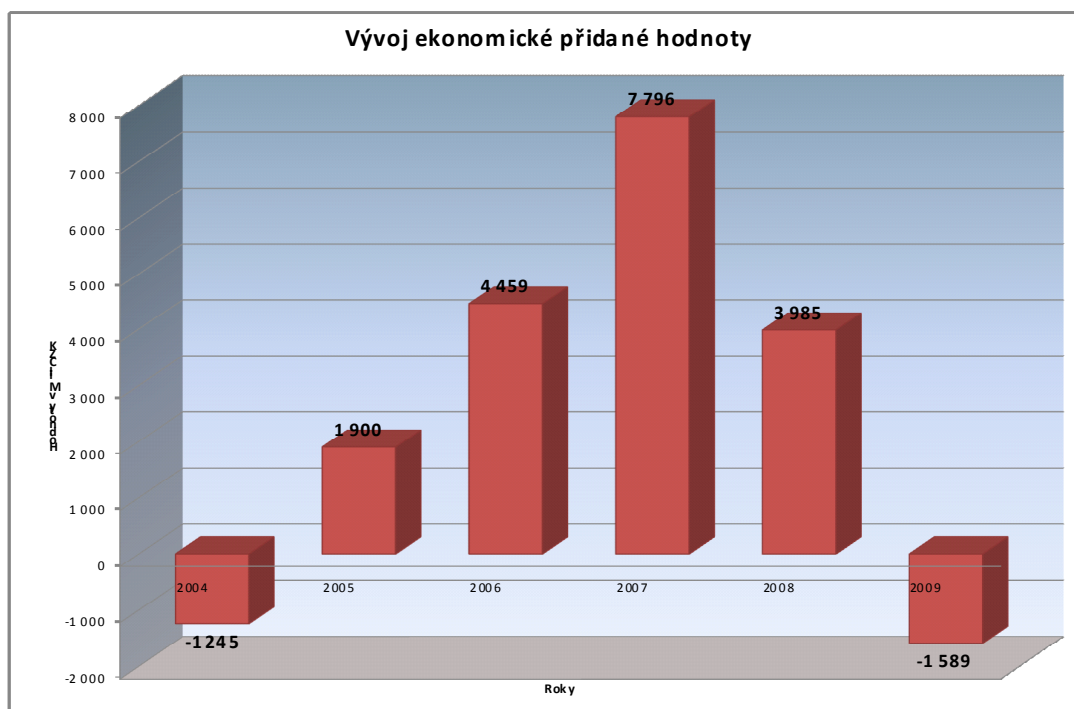
EVA						
v Mil. CZK	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat	155 396	177 822	189 816	211 026	188 572	170 666
Ø Investovaný kapitál	52 030	51 138	49 948	50 749	54 006	54 400
Operativní výsledek před zdaněním	5 289	10 004	13 776	19 021	12 636	4 724
Daň (30%)	1 851	3 501	4 822	6 657	3 791	1 417
Operativní výsledek po zdanění	3 438	6 503	8 954	12 364	8 845	3 307
Náklady na kapitál (sazba 9%)	4 683	4 602	4 495	4 567	4 861	4 896
<b>Ekonomická přidaná hodnota (EVA)</b>	<b>-1 245</b>	<b>1 900</b>	<b>4 459</b>	<b>7 796</b>	<b>3 985</b>	<b>-1 589</b>
Operativní obrátová rendita v %	2,2	3,7	4,7	5,9	4,7	1,9
Obrat kapitálu	3,0	3,5	3,8	4,2	3,5	3,1
Rentabilita vloženého kapitálu v %	6,6	12,7	17,9	24,4	16,4	6,1

Od 2008 nová metodika výpočtu - zdanění 30%

### Ekonomická přidaná hodnota

*Zdroj: výroční zprávy společnosti Škoda Auto a.s. za uvedené roky/ výpočty uvedené v tabulce investovaného kapitálu*

Obr. č. 18



Vývoj ekonomické přidané hodnoty v letech 2004 – 2009

*Zdroj: data uvedená v tabulce číslo 4 – ekonomické přidané hodnotě*

Ve výsledku ekonomické přidané hodnoty za rok 2004 se odrazily investice realizované po roce 2000 (výstavba nového závodu na výrobu motorů a převodovek v Mladé Boleslavi, v Kvasinách se budovala nová lakovna a linka na výrobu vozu Superb). Za to v dalších letech je již viditelné zlepšení výsledku cash-flow z investičních projektů. Samozřejmě s tím firma produkovala optimální portfolio výrobků atraktivních pro zákazníky – na trh se dostala nová Octavia, která se stala vozem číslo jedna pro mnoho rodin po celém světě. Velký zájem a spokojenost zákazníků s tímto vozem se odráží ve výsledcích ještě několika následujících let. Tento výsledek by nebylo možné dosáhnout pouze jedním modelem vozu, nýbrž náběhem ještě dalších modelů. Za celým výsledkem EVA samozřejmě není jen prodej, nýbrž také tlak na snižování nákladů a optimální výši vázanosti kapitálu. Pokles zapříčiněný přicházející ekonomickou krizí se začal projevovat již v druhé polovině roku 2008. Výsledky ekonomické přidané hodnoty byly ještě kladné, protože počátek roku pokračoval v pozitivním směru vývoje. Celosvětová finanční krize, která snad nejvíce zasáhla automobilový průmysl, se zatím v největší míře projevila v roce 2009 a bohužel bude i více než viditelná ve výsledku roku 2010, jehož výsledky momentálně ještě nejsou k dispozici.

I přes zápornou ekonomickou přidanou hodnotu (působení hospodářské situace ve světě) si dovoluji říci, že společnost Škoda Auto a.s. je zdravá firma s velkou budoucností. Škoda Auto a.s. by ale neměla „usnout“ na vavřínech, ale i nadále se aktivně věnovat spoustě opatření, kde by bylo možné odhalit potenciály pro úspory či efektivnější práci a tím se posunout ze záporných hodnot EVA. Kladného výsledku samozřejmě bude jen těžko dosáhnout úsporami, ale neméně důležitou složkou jsou prodeje vozů.

Jelikož se na výsledku ekonomické přidané hodnoty podílí všechna oddělení v rámci celé firmy, i má doporučení jsou rozdělena dle oblastí.

Oblasti řadím podle abecedy, a proto moje první doporučení se týká oblasti E – oblasti ekonomie, které vlastně „pod rukama“ vzniká výpočet ekonomické přidané hodnoty. Do oblasti E se ve Škoda Auto a.s. řadí několik oddělení, která se na výsledku aktivně podílí. Jedná se o oddělení účetnictví, kde dochází k transformaci účetních dat a dále pak oddělení controllingu, kde se samotnými daty pracují a získávají dané výsledky.

Dle mého názoru, může oddělení účtárny přispět ke zlepšení hodnoty EVA takto: v oblasti závazků – platby faktur podle data splatnosti. Tím mám na mysli, aby se faktury platily v den splatnosti a pak by zůstalo firmě delší dobu více aktiv (peněz) / pasiv (závazků). Dalším neméně důležitým opatřením je management pohledávek, neboli sledování platební kázně odběratelů společnosti Škoda Auto a.s.

Dalším již zmíněným oddělením je controlling, který se významný podílem zasluhuje na výsledku ekonomické přidané hodnoty. Není totiž pouze „kalkulačkou“ při výpočtu hodnoty, ale z toho oddělení vychází všechny návrhy na optimalizaci pro všechna oddělení v rámci celé firmy. A proto se mé doporučení pro toto oddělení týká výše zmíněných optimalizačních procesů – controlling by měl neustále sledovat dodržování doporučených návrhů a hledat nové potenciály.



Ostatní oddělení v rámci oblasti ekonomie se samozřejmě též podílí na výsledku ekonomické přidané hodnoty, ale ne již tak aktivně. Za zmínku ještě stojí oddělený treasury, kde se dohlíží na vývoj směnného kurzu a snaží se eliminovat rizika vznikající pohybem směnného kurzu. I zde bych si dovolila navrhnout, aby se toto oddělení zaměřilo na zajištění měny proti nežádoucím kurzovým výkyvům a to nejen u měnového páru CZK/€ nebo CZK/USD, ale i pro tzv. třetí měny.

Ostatní oddělení v oblasti E se již takovou měrou na výsledku hodnoty EVA nepodílí, tak je nebudu popisovat nijak podrobněji. Pro ně bych uplatnila všeobecně platící doporučení a to, že se musí snažit snižovat náklady při jejich pracovních činnostech a snažit se zvažovat všechny klady a zápory při z jejich pohledu nutných výdajů.

Další v pořadí je oblast G, do které se zahrnuje spousta různorodých oddělení, která svojí činností se na výsledku EVA podílí velkou měrou. Do této oblasti patří např. oddělení kvality, které je pro firmu velmi důležité. Značka Škoda Auto a.s. je velmi úzce spojena s kvalitou vozu, na které si firma zakládá. A proto je zde důležité se zabývat kvalitou nových a omlazených vozů, které Škoda Auto a.s. nabízí na trhu. Dále bych též přizpůsobila kvalitu různých komponentů dle země, kam bude daný vůz exportován. V každé zemi jsou upřednostňovány jiné prvky, a proto bych se zaměřila na tyto díly a do vozů expedovaných např. do Indie kladla větší důraz na kvalitu klaksonu, výkon klimatizace atd., než na počet airbagů ve vozu či možnost vyhřívaných skel a sedaček. Tyto komponenty bych v nabídce nechala, protože i v Indii je období, kdy je chladněji (a pro místní, kteří jsou zvyklí na teploty průměrně okolo 30-ti stupňů je to jako pro nás období, když mrzne) a snažila bych se v nabídce vyzdvihnout jiné, kvalitou dané zemi přizpůsobené komponenty, které jsou pro firmu rentabilní.

Třetí v pořadí je oblast N – oblast nákupu. Zde je z mého pohledu důležité se zaměřit na ceny surovin, výroků a služeb, které společnost pro svoji výrobu nakupuje. I přes velkou složitost komunikace a vyjednávání, je zde optimální spojení v rámci koncernu a vyjednávání o cenách pak množstevně podporovat. V této oblasti je též velmi stěžejní hledání potenciálních dodavatelů a proto bych se nebála navrhnout hledání v rozvojových zemích, kde budou nižší náklady na zaměstnance a tím i nižší ceny výrobků (požadavky na kvalitu bych předala takové, které má firma pevně stanovené).

Další oblastí je oblast P, kde je součástí prodej (prodej je členěn dle oblastí, kam jsou vozy dováženy, či na prodej v ČR), plánování prodeje, marketing, prodej originálních dílů a příslušenství a v neposlední řadě též servisní služby. Prodej je významnou složkou při vzniku ekonomické přidané hodnoty a proto bych se zaměřila na zlepšení kvality služeb při prodeji (již při samotném kontaktu se zákazníkem) a hlavně na co nejvíce možné zkrácení čekací doby na objednané vozy. Marketing by se měl zaměřit na vhodnou a atraktivní formu propagace výrobků, která by přilákala nové zákazníky. Celkově celé toto oddělení je nejvíce v kontaktu se zákazníky a proto bych zde jako důležité prvky vyzdvihla empatii a vstřícnost.

Pátou oblastí je oblast technického vývoje, která se zabývá budoucími produkty, které firma nabídne na trhu svým zákazníkům. Zde bych viděla jako nejdůležitější sledovat „modní“ trendy (co se zákazníkům líbí a co požadují při nákupu nového vozu) – ve spolupráci s oddělením marketingu, které tyto trendy na trhu sleduje. Zaměřila bych se též na různé věkové kategorie zákazníků (např. mladí upřednostní vůz sportovnějšího charakteru; starší pak spíše rodinný vůz). Nebála bych se na trhu představit vůz přizpůsobený nějaké cílové skupině (např. již zmíněným mladým) a dle reakce trhu bych vytvářela modifikace přizpůsobené dalším cílovým skupinám.

Předposlední oblastí je oblast výroby a logistiky. I tato oblast má nezanedbatelný vliv na výsledku ekonomické přidané hodnoty. Doporučení, která mohu navrhnout, se týkají stavu zásob – a to pracovat s co možná nejmenšími možnými zásobami; a dále pak s výrobním procesem – a to pracovat co nejefektivněji a s co možná nejmenší zmetkovostí. Další doporučení nebudu již dopodrobna rozebírat, viz struktura hybné páky.

Poslední v řadě je oblast Z, do které patří vše, co se týká lidských zdrojů – plánování, nábor, vzdělávání, péče – služby, atd. Toto oddělení má samozřejmě též svůj neopomenutelných podíl na vzniku ekonomické přidané hodnoty. Musejí dle výrobního programu naplánovat personál, který bude pro výrobu a všechny procesy kolem potřebný, dále pak personál zajistit a v případě nových nástupů důkladně proškolit. Zde bych jako největší potenciál viděla, využít co nejvíce stálých a kvalitních zaměstnanců (dle vykonané práce), kteří již s danou prací mají zkušenost. Neopomínala bych též vzdělávání zaměstnanců – rozšiřování jejich kvalifikace → v případě situace, že bude na jiné pozici potřeba zastoupit, či pomoci, měla bych mít připravený zástup. Dále bych si připravovala zaměstnance v případě rozšíření (např. nový projekt) na převzetí zodpovědnější pozice, kde budou mít svoje praktické dovednosti před dalším v co možná nejkratším časovém intervalu.

Toto jsou mé rady a doporučení pro společnost Škoda Auto a.s.

## 8. Závěr

Ekonomická přidaná hodnota je v dnešní době jedním z klíčových ukazatelů, který je využíván nejen pro měření finanční výkonnosti podniku, ale též pro účely zjišťování hodnoty firem. Maximalizace hodnoty tohoto ukazatele by měla být podstatným kritériem při rozhodování o investicích do nových projektů, změn výrobního programu, výběru dodavatelů, atd., jednoduše řečeno, při jakýchkoliv investicích.

I přes svoje slabé stránky - zohledňuje pouze finanční cíle a již se nezaměřuje na neméně podstatné složky jako je spokojenost zákazníků a zaměstnanců, kvalita výrobků atd., je v dnešní době snad nejužívanějším ekonomickým ukazatelem celosvětově.

Cílem této diplomové práce bylo ukázat, jak se vyvíjí ekonomická přidaná hodnota v jedné z nejvýznamnějších firem v České republice. Chtěla jsem zde znázornit, že i tak velká firma, která je zahrnuta do celosvětového koncernu, není zcela kryta proti rizikům z vnějšího prostředí (i přes všechna možná, dopředu připravená opatření, která mají co nejvíce tyto dopady eliminovat), a tedy že na výsledku firmy se nemálo podepisuje celosvětová hospodářská situace.

Z výsledků výpočtů ekonomické přidané hodnoty lze vyčíst, že plánování a dlouhodobá strategie firmy je dobře připravená a podléhá neustálému vývoji dle potřeb a požadavků trhu. I přes momentální celosvětovou finanční krizi se firma snaží o co nejlepší výsledky a proto přichází na trh s novými či omlazenými produkty s možností větší variability (širší možnosti výběru motorizace vozu a více nových prvků ve vnitřní i vnější výbavě) a hlavně v co nejvyšší kvalitě, a snaží se expandovat na trzích, kde stále ještě nemá pokrytí nebo kde nemá silnou pozici.

Z hlediska dosažených výsledků je společnost Škoda Auto a.s. velmi úspěšnou mezinárodní společností s velkou perspektivou do budoucnosti. Z hlediska přínosu k ekonomické přidané hodnotě je důležitou složkou udržování optimální výše investovaného kapitálu.

## SEZNAM CITOVANÉ LITERATURY

FREIBERG, F. *Finanční management*. 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. s. 33 - 35. ISBN 978-80-01-04218-2.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. Upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopres. 2007. 282 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. s. 18 - 48. ISBN 80-86119-36-X.

SYNEK, M., a kol. *Podniková ekonomika*. 4. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. 2006. 14 s. ISBN 80-7179-892-4.

SYNEK, M., AJ. *Podniková ekonomika*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2000. 14 s. ISBN 80-7179-388-4.

Škoda Auto a.s., *interní zdroj*. Mladá Boleslav, 2010

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

DLUHOŠOVÁ, D.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*, Praha: Ekopres, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

FREIBERG, F.: *Finanční management*, 1.vyd. Praha: České vysoké učení technické v Praze, 2009. ISBN 978-80-01-04218-2.

GRANT, James L. *Foundation of Economic Value Added*, 2nd ed. Hoboken, New Persey, John Wiley & Sons. Inc., 2003. ISBN 0-471-23483-4.

KISLINGEROVÁ, E, a kol. *Manažerské finance*. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza*. 1.vyd. Praha: C.H.Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. Upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopres. 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. ISBN 80-86119-36-X.

NACHTMANN, L. *S tradicí do budoucnosti*. Interní zdroje Škoda Auto a.s.

SYNEK, M., a kol. *Podniková ekonomika*. 4. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. 2006. ISBN 80-7179-892-4.

SYNEK, M., AJ. *Podniková ekonomika*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2000. ISBN 80-7179-388-4.

## **INTERNETOVÉ ODKAZY**

*Výroční zpráva Škoda Auto a.s. 2004 – 2009* [online]. Mladá Boleslav, 2010 [cit. 2010-04-16]. Dostupný z WWW:<<http://www.skoda-auto.cz/company/cze/profil/forinvestors/reports/annual/Pages/annual.aspx>

## SEZNAM PŘÍLOH

	Počet stran
Příloha č. 1    Data pro výpočet ekonomické přidané hodnoty	<b>3</b>

## Rozvaha k 31. prosinci 2009 (v mil. Kč)

AKTIVA	Bod	31. 12. 2009	31. 12. 2008	1. 1. 2008
Nehmotný majetek	5	12 967	13 779	13 908
Pozemky, budovy a zařízení	6	42 541	41 999	40 323
Podíly v dceřiných společnostech	7	1 388	1 388	1 388
Podíly v přidružených společnostech	8	1 822	1 822	485
Ostatní pohledávky a finanční aktiva	9	1 208	1 131	799
<b>Dlouhodobá aktiva</b>		<b>59 926</b>	<b>60 119</b>	<b>56 903</b>
Zásoby	10	7 850	8 662	8 454
Pohledávky z obchodních vztahů	9	7 635	8 452	7 268
Ostatní pohledávky a finanční aktiva	9	16 952	31 165	30 235
Peníze	11	15 662	2 997	2 701
<b>Krátkodobá aktiva</b>		<b>48 099</b>	<b>51 276</b>	<b>48 658</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>108 025</b>	<b>111 395</b>	<b>105 561</b>

PASIVA	Bod	31. 12. 2009	31. 12. 2008	1. 1. 2008
Základní kapitál	12	16 709	16 709	16 709
Emisní ážio		1 578	1 578	1 578
Fondy	13	50 232	53 434	48 245
<b>Vlastní kapitál</b>		<b>68 519</b>	<b>71 721</b>	<b>66 532</b>
Dlouhodobé finanční závazky	14	3 000	1 998	1 997
Odložený daňový závazek	15	775	1 625	1 777
Dlouhodobé rezervy	16	6 136	5 658	6 496
Ostatní dlouhodobé závazky		237	501	11
<b>Dlouhodobé závazky</b>		<b>10 148</b>	<b>9 782</b>	<b>10 281</b>
Krátkodobé finanční závazky	14	2 115	6 335	14
Závazky z obchodních vztahů	14	19 118	17 050	20 364
Ostatní krátkodobé závazky	14	2 548	2 945	2 300
Splatné daně z příjmů		208	49	2 354
Krátkodobé rezervy	16	5 369	3 513	3 716
<b>Krátkodobé závazky</b>		<b>29 358</b>	<b>29 892</b>	<b>28 748</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>108 025</b>	<b>111 395</b>	<b>105 561</b>

Příloha na stranách 170 až 213 tvoří nedílnou součást této účetní závěrky.



## Závazky vůči spřízněným stranám (v mil. Kč)

	31. 12. 2009	31. 12. 2008
<b>Materská společnost</b>		
Volkswagen International Finance N.V.	-	-
<b>Vrcholová mateřská společnost</b>		
VOLKSWAGEN AG	762	939
<b>Dceřiné společnosti</b>		
Skoda Auto India Private Ltd.	4	1
Skoda Auto Polska S.A.	35	104
SkodaAuto Deutschland GmbH	1 627	321
ŠKODA AUTO Slovensko, s.r.o.	30	3
<b>Přidružená společnost</b>		
OOO VOLKSWAGEN Group Rus	38	-
<b>Společnosti kontrolované vrcholovou mateřskou společností</b>		
Volkswagen Sachsen GmbH	142	98
Volkswagen Poznan PKW (Komponente)	24	-
Volkswagen Poznan Sp.z.o.o.	-	14
Volkswagen Motor Polska Sp.z o.o.	16	170
VOLKSWAGEN Group United Kingdom Ltd.	170	160
Groupe VOLKSWAGEN France s.a.	137	63
Volkswagen de Mexico S.A. de C.V.	12	13
VOLKSWAGEN SLOVAKIA, a.s.	590	233
Volkswagen Group Sverige AB	12	90
Volkswagen Group Ireland Ltd.	79	-
SKO-ENERGO, s.r.o.	157	-
Volkswagen Argentina S.A.	28	-
Gearbox del Prat S.A.	41	-
Volkswagen Group Australia Pty. Ltd.	98	73
Volkswagen-Audi España S.A.	486	316
AUDI AG	236	42
AUDI HUNGARIA MOTOR Kft.	684	284
Auto Vision GmbH	11	-
Volkswagen Group Italia S.p.A	386	422
Volkswagen Group Services S.A.	759	323
Volkswagen Logistics GmbH & Co OHG	570	466
Volkswagen Group of America Inc.	10	18
Ostatní	43	41
<b>Ostatní spřízněné strany*</b>		
Porsche Romania s.r.l.	55	70
Porsche Macedonia dooel, Skopje	8	4
e4t electronics for transportation s.r.o.	20	-
SAIC - Volkswagen Sales Company Ltd.	80	-
Ostatní spřízněné strany	4	38
<b>Celkem</b>	<b>7 354</b>	<b>4 306</b>

\* Položky v kategorii Ostatní spřízněné strany nesplňují definici ovládané osoby podle § 66a zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

Závazky vůči spřízněným stranám obsahují u všech uvedených kategorií spřízněných stran pouze závazky z obchodního styku.

Kromě výše uvedených závazků měla Společnost k 31. prosinci 2009 půjčku od společnosti VOLKSWAGEN AG ve výši 3 000 mil. Kč. Nezaplacené úroky z této půjčky k 31. prosinci 2009 činily 107 mil. Kč. Úroková míra z této půjčky je 4,53 %.

## Klíčová data a finanční výsledky dle IFRS

### Objemová data

		Skupina Skoda Auto					Společnost Skoda Auto				
		2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Dodávky vozů Skoda zákazníkům	vozy	492 111	549 667	630 032	674 530	684 226	492 111	549 667	630 032	674 530	684 226
Odbyt celkem	vozy	498 467	562 251	619 635	625 819	551 604	493 119	555 202	623 085	622 090	539 382
Odbyt vozů Skoda		496 387	559 821	617 269	621 683	545 690	493 119	555 202	623 085	622 083	539 380
Výroba celkem	vozy	494 127	556 347	623 291	606 614	522 542	494 637	556 433	623 529	603 247	519 910
Výroba vozů Skoda		494 127	556 347	622 811	603 981	519 645	494 637	556 433	623 529	603 247	519 910
Počet zaměstnanců	osoby	26 742	27 680	29 141	26 695	26 153	26 014	26 738	27 753	25 331	24 817
z toho:											
agenturní personál	osoby	3 460	3 879	4 680	1 759	2 035	3 460	3 704	4 194	1 709	1 986

### Výkaz zisku a ztráty

		Skupina Skoda Auto					Společnost Skoda Auto				
		2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby	mil. Kč	187 382	203 659	221 967	200 182	187 858	177 822	189 816	211 026	188 572	170 666
z toho:											
v tuzemsku	%	13,3	12,6	11,8	11,9	11,5	14,0	13,5	12,4	12,7	12,5
zahraničí	%	86,7	87,4	88,2	88,1	88,5	86,0	86,5	87,6	87,3	87,5
Náklady na prodané výrobky, zboží a služby	mil. Kč	163 738	175 636	185 474	171 523	166 296	159 187	167 709	180 865	165 600	155 868
	% k tržbám	87,4	86,2	83,6	85,7	88,5	89,5	88,4	85,7	87,8	91,3
Hrubý zisk	mil. Kč	23 644	28 023	36 493	28 659	21 562	18 635	22 107	30 161	22 972	14 798
	% k tržbám	12,6	13,8	16,4	14,3	11,5	10,5	11,6	14,3	12,2	8,7
Odbytové náklady	mil. Kč	10 611	11 903	13 201	12 804	13 153	6 558	6 905	7 964	7 590	7 702
Správní náklady	mil. Kč	3 676	3 587	4 207	4 712	4 826	3 329	3 161	3 701	4 223	4 320
Ostatní provozní výnosy a náklady (netto)	mil. Kč	1 503	2 069	699	2 477	2 341	1 256	1 735	525	1 477	1 948
Provozní výsledek	mil. Kč	10 860	14 602	19 784	13 620	5 924	10 004	13 776	19 021	12 636	4 724
	% k tržbám	5,8	7,2	8,9	6,8	3,2	5,6	7,3	9,0	6,7	2,8
Finanční výsledek	mil. Kč	-787	-404	171	262	-667	-564	-216	425	651	-343
Zisk před zdaněním	mil. Kč	10 073	14 198	19 860	13 376	4 702	9 440	13 560	19 446	13 287	4 381
Rentabilita tržeb před zdaněním	%	5,4	7,0	8,9	6,7	2,5	5,3	7,1	9,2	7,0	2,6
Daň z příjmů	mil. Kč	2 180	3 136	3 878	2 558	1 240	2 077	2 678	3 554	2 020	942
Zisk po zdanění **	mil. Kč	7 893	11 062	15 982	10 818	3 462	7 363	10 882	15 892	11 267	3 439
Rentabilita tržeb po zdanění	%	4,2	5,4	7,2	5,4	1,8	4,1	5,7	7,5	6,0	2,0

### Rozvaha/Financování

		Skupina Skoda Auto					Společnost Skoda Auto				
		2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobá aktiva	mil. Kč	55 424	54 292	56 767	60 017	59 083	55 023	53 936	56 903	60 119	59 926
Krátkodobá aktiva	mil. Kč	34 331	50 920	59 014	62 439	59 293	28 956	43 499	48 658	51 276	48 099
z toho:											
poskytnuté půjčky	mil. Kč	11 200	23 950	25 554	25 721	13 562	11 200	23 950	25 554	25 238	13 562
Vlastní kapitál**	mil. Kč	46 757	58 321	67 034	71 608	68 180	46 483	58 007	66 532	71 721	68 519
Dlouhodobé a krátkodobé závazky	mil. Kč	42 998	46 891	48 747	50 848	50 196	37 496	39 428	39 029	39 674	39 506
z toho:											
jmenovitá hodnota dluhopisů	mil. Kč	5 000	5 000	2 000	2 000	2 000	5 000	5 000	2 000	2 000	2 000
Bilanční suma	mil. Kč	89 755	105 212	115 781	122 456	118 376	83 979	97 435	105 561	111 395	108 025
Čistá likvidita***	mil. Kč	4 911	21 157	29 736	19 413	29 595	6 070	19 352	26 283	18 676	24 109
Peněžní toky z provozní činnosti***	mil. Kč	23 550	27 420	30 787	13 014	26 529	21 421	24 203	29 275	13 978	22 321
Peněžní toky z investiční činnosti	mil. Kč	-11 566	-11 090	-13 785	-16 147	-10 942	-11 299	-10 910	-13 913	-14 445	-11 454
Míra investic	%	4,7	4,1	4,9	5,6	5,4	4,8	4,3	4,9	5,4	6,0
Poměr vlastního kapitálu k celkovým pasívům	%	52,1	55,4	57,9	58,5	57,6	55,4	59,5	63,0	64,4	63,4
Krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem	%	84,4	107,4	118,1	119,3	115,4	84,5	107,5	116,9	119,3	114,3

\* Finanční výsledky vykazované dle ČÚS nejsou srovnatelné s finančními výsledky vykazovanými dle IFRS.

\*\* V případě konsolidačního celku je uvedena hodnota včetně menšinových podílů.

\*\*\* V roce 2009 došlo k reklasifikaci části finančních závazků do kategorie závazky z obchodních vztahů, což mělo dopad na srovnatelná data za roky 2008 a 2007.

Detailní informace včetně reklasifikovaných částek jsou uvedeny ve finanční části výroční zprávy v kap. Konsolidovaná účetní závěrka a Samostatná účetní závěrka v bodě 1.5